

**Petites valeurs, grandes  
conséquences : l'importance  
des petites et moyennes  
valeurs dans la dynamique  
économique européenne**





# SOMMAIRE

## Préface

Petites valeurs deviendront grandes... jusqu'à quand ?

## Méthodologie de l'étude

7

Qu'entend-on par Small, Mid et Large cap ?

Pourquoi avoir choisi l'an 2000 comme point de départ ?

Quels sont les grands axes d'investigation retenus ?

## 1- La structure du marché européen des Small/Mid caps

8

Quel est le poids économique des valeurs moyennes européennes ?

Quelle a été l'évolution du marché des sociétés européennes cotées depuis l'an 2000 ?

Pourquoi la baisse du nombre de Micro et Small est-elle préoccupante ?

## 2- La performance boursière des valeurs moyennes européennes

16

Small, Mid et Large européennes : qui affiche la meilleure performance sur 10 ans ?

Avons-nous la même configuration de surperformance des Mid aux Etats-Unis ?

Pourquoi les Mid surperforment-elles les autres compartiments ?

## 3 - Les performances économiques des valeurs moyennes européennes

22

Quelle a été l'évolution de l'univers des sociétés européennes cotées sur 10 ans ?

Quelles sont les performances économiques de notre échantillon sur 10 ans ?

Quelles sont les performances économiques comparées des Micro, Small, Mid et large ?

## 4- Panorama et modèle économique de l'industrie financière

32

Quels sont les volumes de transactions sur les segments Micro, Small, Mid et Large ?

Quelle est la structure l'industrie de la gestion d'actifs européenne ?

Quel est l'impact de ces données sur les modèles économiques de l'industrie financière ?

## Conclusion

40

Comment enrayer cette baisse qui menace à long terme le marché européen ?

Quelles sont nos propositions ?

## Key Findings : ce qu'il faut retenir



# PRÉFACE

## Petites valeurs deviendront grandes... jusqu'à quand ?

Chaque jour, les poids lourds de la cote font les gros titres de la presse économique. Ils occupent l'espace, communiquent à tout crin et polarisent l'attention. Ils sont insubmersibles, ils ont toujours été là et le seront toujours ; c'est du moins l'impression qu'ils donnent ou veulent donner à leurs investisseurs. Pourtant, qui se souvient d'AXA, de Danone, de Carlsberg lorsque ces entreprises n'en étaient encore qu'aux premières pages de leur épopée boursière ? Plus difficile encore peut-être : hormis les acteurs de marché, qui se souvient de ces « immortelles » qu'étaient Mannesmann, Promodès ou la Compagnie Générale d'Electricité à leur zénith ?

C'est un fait qui s'apparenterait presque à une lapalissade : les grandes capitalisations boursières, qui trus-tent 96% des volumes de transaction, ont toutes été un jour des petites capitalisations en devenir avant de toucher le haut du panier. L'observation de la cote montre que son renouvellement est permanent, continu et rapide. Elle est un ensemble vivant dont la pyramide des âges est très évasée à la base : 80% des sociétés cotées en Europe, soit près de 3800 sociétés, font moins de 1 milliard d'euros de capitalisation boursière.

Ce vivier bouillonnant du segment des petites et moyennes capitalisations, qui est l'objet de notre étude, ne représente que 4% des transactions boursières et donc du volume d'activité pour l'industrie financière. Une quantité négligeable, direz-vous ? Peut-être à raison dans les chiffres, mais certainement à tort dans les faits, puisque c'est de ce vivier que dépend la vitalité des bourses européennes. Notre analyse le démontre très clairement : son dynamisme est primordial pour financer le développement des entreprises et favoriser l'émergence des champions de demain.

Aujourd'hui, cet écosystème vertueux et source de richesse pour les épargnants est mis à mal : au cours des 7 dernières années, le nombre de toutes petites et petites capitalisations européennes a chuté de 20%. Un mouvement qui a commencé à affecter le nombre de moyennes et de grandes capitalisations, lui-même en baisse de 5%. La responsabilité, entre autres, à une régulation qui a accumulé depuis des années les mesures pénalisantes pour le gisement. La directive sur les prospectus, celle sur la transparence, MiFID ou même, dans une moindre mesure, l'introduction de la TTF constituent ainsi de parfaits exemples de ces réglementations trop larges dans leur domaines d'application et riches de conséquences pour le segment qui nous occupe.

Davantage qu'un simple observatoire, cette étude très factuelle constitue donc une double apostrophe pour les parties prenantes de la régulation française et européenne : d'une part, elle les invite à prendre conscience de l'indispensable mutualisation des revenus entre grandes et moyennes valeurs pour construire les marchés financiers de demain et, d'autre part, elle les aide à mieux appréhender les leviers de construction d'un marché financier et à les adapter à des entreprises de taille très hétérogène. Un plaidoyer pour que les représentants de l'écosystème valeurs moyennes soient désormais intégrés à l'ESMA et l'AMF - eux qui en ont toujours été exclus ?

Le dernier mérite de cette étude est de proposer, en conclusion, des voies d'amélioration pour contrevenir au mouvement corrosif de la cote engagé depuis plusieurs années et inciter l'épargne à s'investir dans ces compartiments qui - c'est un autre enseignement des pages qui suivent - ne font pas peser plus de risques sur l'épargnant et participent au développement de nos économies.

Des enjeux de première importance, en somme, pour les marchés, l'économie et les épargnants.  
Bonne lecture !

**Caroline Weber, Directrice Générale, Institut de recherche MiddleNext**  
**Didier Le Menestrel, Président, La Financière de l'Echiquier**

# MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE

Ce panorama des entreprises européennes cotées de petite et moyenne capitalisation (Small/Mid) n'a pas l'ambition d'être exhaustif. Il mettra en revanche en avant, de manière volontairement synthétique, les principales caractéristiques de ce marché, les grandes étapes de son évolution depuis l'an 2000 et les enjeux auxquels il doit faire face.

## Qu'entend-on par Small, Mid et Large cap ?

- Nous avons choisi de prendre la capitalisation boursière comme critère de segmentation car il s'agit du critère le plus communément utilisé pour les sociétés cotées.
- Nous utilisons les seuils de segmentation couramment utilisés par les gérants d'Europe continentale, qui sont légèrement inférieurs à ceux utilisés par les gérants anglo-saxons (aux Etats-Unis une Micro cap est une société capitalisant moins de 500 M€).
- Nous avons instauré un seuil minimal (5 M€) pour rester aussi exhaustifs que possible.
- Nous définissons au sein du segment Small un sous-segment Micro. Sauf mention explicite du segment Micro seul, le terme Small se réfèrera dans l'étude au regroupement des deux segments Micro et Small.
- Nous utilisons le siège social de l'entreprise pour déterminer son appartenance à un pays, et non le critère de la place de cotation qui correspond à un choix tactique des entreprises.

Small Cap		Mid Cap	Large Cap
Micro cap	Small cap	>1 000 M€ et <5 000 M€	>5 000 M€
>5 M€ et <150 M€	>150 M€ et <1 000 M€		

## Pourquoi avoir choisi l'an 2000 comme point de départ de cette étude ?

- Les indices relatifs aux Small/Mid ont été créés en Europe continentale à la fin des années 1990.
- Les données historiques à notre disposition avant l'an 2000 sont insuffisantes.
- L'année 2000 représente un haut de cycle avec l'explosion en cours d'année de la « bulle Internet ». Un haut de cycle représente la fin d'un cycle et donc le début du cycle suivant.

## Quels sont les grands axes d'investigation retenus ?

Le thème de la place des Small/Mid en Europe sera abordé suivant 4 angles distincts et complémentaires.

- La structure du marché : analyse du poids et de l'évolution du segment des Small/Mid depuis 2000, par rapport aux autres catégories de valeurs.
- La performance boursière : observation comparée du comportement des indices Large et Small/Mid dans 3 principaux pays (Royaume-Uni, Allemagne, France).
- Les performances économiques : étude du lien entre les performances boursières et les performances économiques des segments Small/Mid et Large.
- L'univers de la gestion d'actifs : panorama et modèle économique de l'industrie financière.

# 1

## LA STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN DES SMALL/MID CAP

Ce premier chapitre portant sur la structure des marchés financiers européens nous permet de mettre en avant l'interdépendance des compartiments Small, Mid et Large.

Nous y démontrons que les Large (moins de 10% des sociétés cotées) permettent de financer l'intégralité du modèle économique du marché financier actions tandis que les Small/Mid représentent la relève pour assurer le financement de demain. Cela souligne l'importance des Small/Mid pour assurer le bon fonctionnement d'un marché financier puissant en Europe.



## Quel est le poids économique des valeurs moyennes européennes ?

« Les Small/Mid : 92% du nombre de sociétés cotées européennes et seulement 20% de la capitalisation boursière. »

### Les données

La capitalisation boursière mondiale est de l'ordre de 50 000 milliards d'euros en 2014 : l'Europe représente donc environ 20% de la capitalisation boursière mondiale.

Selon notre segmentation, une photo du marché européen au 1er janvier 2014 donne l'image ci-dessous :

01/01/2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 744	1 279	683	384	5090
en %	<b>53,9%</b>	25,1%	13,4%	<b>7,5%</b>	100%
Capitalisation agrégée (M€)	122 964	542 951	1 573 120	8 634 249	10 873 283
en %	1,1%	5,0%	14,5%	<b>79,4%</b>	100%
En nombre de valeurs	Micro	Small	Mid	Large	Total
Royaume-Uni	29%	28%	27%	23%	<b>28%</b>
Allemagne	15%	10%	10%	12%	<b>13%</b>
France	12%	12%	10%	16%	<b>12%</b>
Sous total	56%	50%	47%	52%	53%
Autres pays	44%	50%	53%	48%	47%

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

### Nos conclusions

Les Small représentent 80% du nombre de sociétés cotées européennes (dont 54% pour les Micro) et à peine 6% de la capitalisation boursière (1% pour les Micro). Ce déséquilibre entre le nombre de sociétés et le poids de la capitalisation est à mettre en parallèle avec le modèle économique de l'industrie financière qui fonctionne sur les volumes (volume de transactions pour les sociétés de bourse, montant des actifs sous gestion pour les sociétés de gestion). Ces compartiments valeurs moyennes sont donc les moins rémunérateurs pour l'industrie financière compte tenu de leur taille. Ceci explique le faible suivi par les bureaux d'analyse et les modestes encours sous gestion (cf. chapitre 4.)

**Les Large (384 sociétés en 2014) génèrent l'essentiel du volume d'activité de l'industrie financière.** En y ajoutant les Mid, ce sont 1 000 sociétés qui génèrent près de 95% du chiffre d'affaires du secteur.

**Le marché financier européen est dominé par le Royaume-Uni** qui représente près du tiers du marché, sauf dans le compartiment des Large où sa part de marché tombe à 23%.

**Enfin, soulignons la très grande similitude entre l'Allemagne et la France.** L'Allemagne compte un peu plus de sociétés cotées (13% du marché européen contre 12% pour la France) mais elles sont de plus petite taille. Ainsi, la France représente 14,4% de la capitalisation boursière de l'Europe contre 13,4% pour l'Allemagne.

**Pour les 3 principaux pays, le poids en valeur et en capitalisation boursière agrégée est assez proche.** Des exceptions comme la Suisse (respectivement 5,3% en volume et 11,4% en valeur) ou la Suède (7,5% et 4,8%) existent cependant et sont liées à la surpondération (Suède) ou sous-pondération (Suisse) des compartiments valeurs moyennes.

## Quelle a été l'évolution du marché des sociétés européennes cotées depuis l'an 2000 ?

« La décreue du nombre de sociétés cotées touche en priorité les Micro/Small »

### Les données

Ci-dessous 3 étapes : janvier 2000 - janvier 2007 - janvier 2014 :

01/01/2000	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	1 407	1 093	461	291	3252
en %	43,3%	33,6%	14,2%	8,9%	100%
Market cap agrégée M€	78 626	448 754	1 042 605	7 356 404	8 926 390
en %	0,9%	5,0%	11,7%	82,4%	100%

01/01/2007	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	3 342	1 627	726	406	6101
en %	54,8%	26,7%	11,9%	6,7%	100%
Market cap agrégée M€	154 414	671 605	1 667 832	8 617 629	11 111 479
en %	1,4%	6,0%	15,0%	77,6%	100%

01/01/2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 744	1 279	683	384	5090
en %	53,9%	25,1%	13,4%	7,5%	100%
Market cap agrégée M€	122 964	542 951	1 573 120	8 634 249	10 873 283
en %	1,1%	5,0%	14,5%	79,4%	100%

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

Observons également l'évolution de la répartition du nombre de valeurs cotées, par pays

01/01/2000	Micro	Small	Mid	Large	Total
Royaume-Uni	43%	37%	31%	30%	38%
Allemagne	10%	11%	12%	11%	11%
France	13%	11%	12%	16%	12%
Sous total	67%	59%	55%	57%	62%
Autres pays	33%	41%	45%	43%	38%

01/01/2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Royaume-Uni	29%	28%	27%	23%	28%
Allemagne	15%	10%	10%	12%	13%
France	12%	12%	10%	16%	12%
Sous total	56%	50%	47%	52%	53%
Autres pays	44%	50%	53%	48%	47%

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

## Nos conclusions

**La structure du marché européen reste assez stable dans le temps** : 10% des sociétés cotées concentrent 80% de la capitalisation boursière européenne. C'est une configuration structurelle.

**La progression du nombre de sociétés cotées en 14 ans est impressionnante** : +64% entre 2000 et 2014 (+90% entre 2000 et 2007). Ce développement coïncide avec une forte croissance mondiale, un dynamisme des marchés financiers mais également avec des politiques volontaristes des gouvernements et des places de marché en Europe pour promouvoir l'accès des valeurs moyennes aux marchés financiers. On citera l'AIM à Londres (1995), Alternext en France, Belgique, Portugal, Hollande (2005) ou l'Entry Standard en Allemagne (2005).

**On constate cependant que le nombre de sociétés cotées est en nette diminution depuis 2007** avec une baisse globale de 16,5% pour l'ensemble de l'Europe, baisse que l'on retrouve dans toutes les zones géographiques (-13% pour le Royaume-Uni, -12% pour l'Allemagne, -18% pour la France et -19% pour les autres pays). En 14 ans, le Royaume-Uni a perdu du poids face aux autres marchés européens, l'Allemagne a légèrement accru sa part de marché grâce au dynamisme de son compartiment Micro.

**La décrue du nombre de sociétés cotées touche en priorité les segments Micro/Small** (-20% entre 2007 et 2014) alors que les segments Mid et Large n'ont diminué que de 5%. La santé et la puissance économique de l'industrie financière européenne reposant sur les grandes capitalisations, les conséquences économiques de cette baisse sont donc limitées à court terme, compte tenu de l'inertie du marché.

## Pourquoi la baisse du nombre de Micro et Small est-elle préoccupante ?

« Le marché financier doit être compris comme une pyramide des âges en démographie »

### Les données

Le tableau ci-dessous retrace la provenance des Large entre janvier 2000 et janvier 2014 :

Provenance	Large 01/2000	Large sorties	Micro =>Large	Small =>Large	Mid => Large	IPO* Large	Large 01/2014
Europe	291	-124	2	23	127	65	384
Provenance % nouvelles Large	1%	11%	59%	30%			
Royaume-Uni	86	-46	1	6	31	12	90
Allemagne	33	-10	0	2	15	7	47
France	46	-16	0	2	20	10	62

\*IPO = Introduction en bourse - Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

### Nos conclusions

**56% des 384 sociétés du segment Large en janvier 2014 n'étaient pas dans ce compartiment en janvier 2000.** Or en 14 ans, les sorties de Large ont largement dépassé les IPO de Large. La progression de ce segment essentiel pour la santé des marchés financiers est donc à 70% liée à l'entrée de sociétés issues des segments Micro, Small ou Mid.

**Ces chiffres illustrent une dynamique ascendante entre les différents compartiments de la cote.** Le marché financier doit être compris comme une pyramide des âges en démographie : une compression de la base de la pyramide engendre nécessairement une réduction du haut de la pyramide à plus ou moins long terme. Face à l'érosion naturelle de la cote par OPA/rapprochement, il faut donc un flux d'introductions en Bourse suffisant pour nourrir le marché.

**Cette dynamique est menacée depuis 2007 avec la baisse du nombre de sociétés cotées.** Le risque est de constater une accélération de la baisse du nombre de grandes sociétés cotées au cours des prochaines années, compte tenu de l'inertie de ce mécanisme, avec des taux de décroissance plus proches de celui qu'ont connu les segments Micro/Small entre 2007 et 2014. La capitalisation boursière du continent européen baisserait alors, entraînant des conséquences sur l'attractivité et la puissance de l'industrie financière en Europe.

### Ce qu'il faut retenir

Les compartiments Small/Mid sont les moins rémunérateurs pour l'industrie financière compte tenu de leur taille. Ils ne représentent que 20% de la capitalisation boursière, mais 92 % des sociétés.

Les Small/Mid représentent pourtant le socle de la pyramide du marché et assurent un rôle essentiel dans le renouvellement du compartiment des Large. Toute contraction de ces segments entraînera une contraction du nombre de Large cotées dans le temps (et inversement). La richesse, l'attractivité et le dynamisme du marché européen sur le long terme dépendent des valeurs moyennes.

Le dynamisme des Small/Mid est donc crucial. Il est impératif comprendre les spécificités de ces compartiments pour saisir les raisons de cette décline et agir à la fois sur l'offre (attractivité des marchés financiers pour les ces entreprises) et la demande (orientation de l'épargne vers ces compartiments).



# 2

## LA PERFORMANCE BOURSIÈRE DES VALEURS MOYENNES EUROPÉENNES

Le premier volet de notre étude s'est penché sur la structure du marché boursier européen. Il met en évidence sa structure pyramidale : 80 % des sociétés cotées capitalisent moins de 1 milliard d'€, tandis que 80 % de la capitalisation boursière totale repose sur 7 % de Large caps. Mais selon une dynamique ascendante, c'est le dynamisme des Micro/Small/Mid qui conditionne à 10 ans la capacité à faire progresser le nombre de Large.

Après avoir constaté la place des Small/Mid dans l'écosystème boursier, observons l'apport de ces compartiments à la rémunération de l'épargne. L'analyse de la performance boursière des différents indices en Europe entre 2004 et 2014 nous confirmera le rôle essentiel que jouent les Small dans la dynamique des marchés financiers.



## Méthodologie

- Le suivi des performances et du comportement des différentes classes d'actifs se fait au travers d'indices boursiers. La composition de ces indices est révisée en général tous les mois, en fonction de critères de taille (capitalisation) et de liquidité (volume de transactions).
- Pour les Small, notre étude se base uniquement sur des indices nationaux (France et Royaume-Uni), les indices pan-européens n'ayant été créés qu'à partir de 2010.
- Les indices que nous utilisons dans ce panorama ne prennent pas en compte les dividendes car ce mode de calcul n'est disponible que depuis 2009. Cet élément est défavorable aux Large caps qui versent traditionnellement plus de dividendes.

## Small, Mid et Large européennes : qui affiche la meilleure performance sur 10 ans ?

« L'écart de performance entre les Large et les Mid est de 90 % sur 10 ans »

### Les données

Le graphique ci-dessous présente les performances comparées sur 10 ans (base 1000 au 31/12/2004) des indices STOXX : l'indice Large 200 (capitalisation médiane de 24,2 Md€), l'indice Mid 200 (capitalisation médiane de 6,2 Md€) et l'indice Small 200 (capitalisation médiane de 3 Md€).

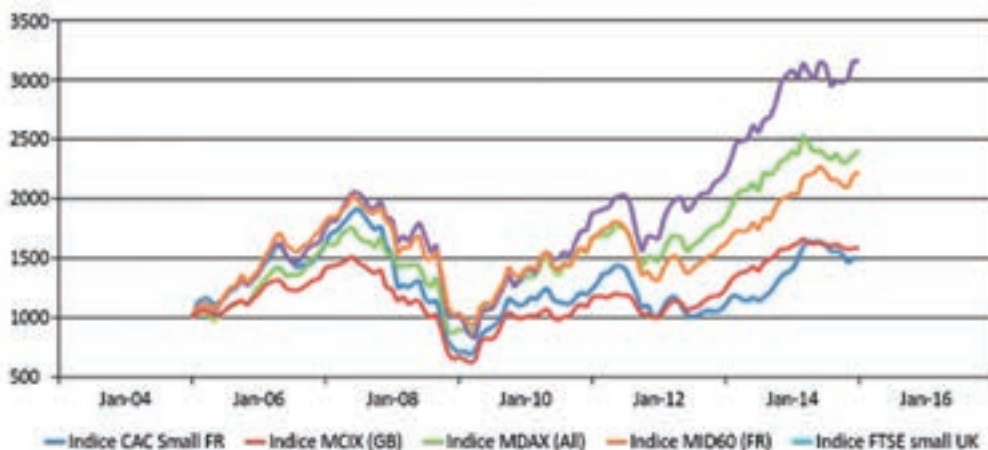


En tableau, ces 10 dernières années peuvent être résumées ainsi :

Indices	Perf. 10 ans	Perf. annualisée	Volatilité	Max drawdown
Indice LCXP - Large Europe	29%	2,6%	14%	-56%
Indice MCXP - Mid Europe	75%	5,7%	16%	-59%
Indice SCXP - Small Europe	79%	6,0%	18%	-62%

Source : Bloomberg / La Financière de l'Echiquier

Comparons à présent les trois principaux marchés européens sur la même période : Royaume-Uni, Allemagne et France. Les indices de référence que nous avons sélectionnés sont les indices des bourses locales. Pour les Mid : le MID60 en France, le MDAX en Allemagne et le MCIX au Royaume-Uni (base 1000 au 31/12/2004), qui proposent une capitalisation médiane similaire autour de 3 000M€. Pour les Small : le CAC Small (117 M€ de capitalisation médiane) en France et le FTSE Small Cap pour le Royaume-Uni (300 M€ de capitalisation médiane).



En chiffres, les données sont les suivantes :

Indices	Perf.10 ans	Perf. annualisée	Volatilité	Max. drawdown
Indice Large Europe (rappel)	29%	2,6%	14%	-56%
Indice MDAX (All)	215%	12,2%	21%	-60%
Indice MCIX (GB)	140%	9,2%	18%	-51%
Indice MID60 (FR)	110%	7,7%	18%	-55%
Indice FTSE Small Cap (GB)	58%	4,7%	18%	-59%
Indice CAC Small (FR)	50%	4,1%	20%	-65%

Source : Bloomberg / La Financière de l'Echiquier

## Nos conclusions

L'écart de performance entre les Large et les Small/Mid est de 120% à 130% sur 10 ans, mais avec des mesures de risque supérieures. La volatilité est de 15% à 30% plus élevée pour les compartiments Small/Mid et le risque de baisse maximum sur la période (max. drawdown) de 6% à 10% plus important. Ainsi, annualisé et ajusté du risque, l'écart de performance entre le compartiment des Large et le compartiment des Mid est de 90% sur 10 ans (83% pour les Small).

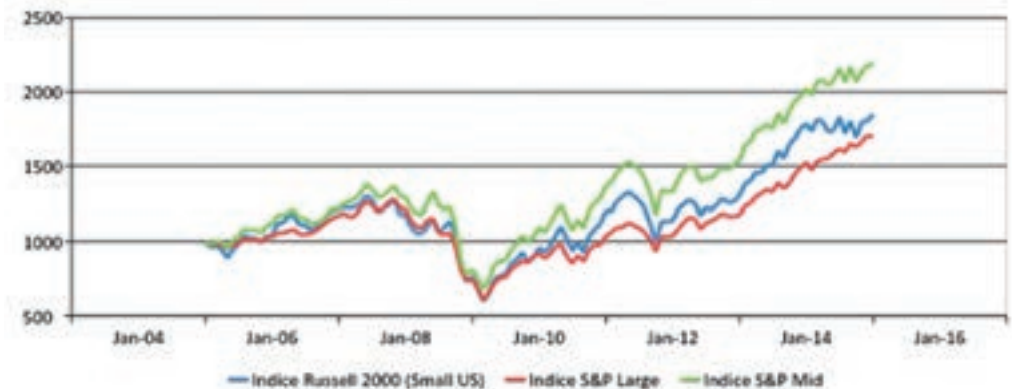
Le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France regroupent 53% du marché européen des sociétés cotées toutes catégories confondues. Les indices Small (en France et au Royaume-Uni) ont un écart de performance annualisé et ajusté du risque de 13% pour l'indice français et de 44% pour l'indice britannique par rapport à l'indice Large Europe. Sur cette même période, annualisé et ajusté du risque, l'écart de performance entre les Mid allemandes et l'indice Large Europe est de 222% (371% en données brutes annualisées), de 185% pour les Mid britanniques et de 151% pour les Mid françaises.

## Avons-nous la même configuration de surperformance des Mid aux Etats Unis ?

« Les Etats-Unis confirment la surperformance structurelle des Mid »

## Les données

Le graphique ci-dessous présente les 3 indices américains qui intègrent des configurations de capitalisation médiane similaire à nos échantillons européens : le S&P 500 (capitalisation médiane de 22,6 Mds€), le S&P Mid (capitalisation médiane de 3 Mds€) et enfin le Russell 2000 (capitalisation médiane de 600M€).



Et en chiffres :

Indices	Performance 10 ans	Perf. annualisée	Volatilité	Max. drawdown
Indice S&P Large	70%	5,4%	15%	-53%
Indice S&P Mid	119%	8,2%	18%	-51%
Indice Russell 2000 (Small US)	85%	6,3%	20%	-54%

Source : Bloomberg / La Financière de l'Echiquier

### Nos conclusions

Aux Etats-Unis, les performances brutes sont supérieures et les écarts de performance entre les Large et les Mid/Small moins nets (poids des valeurs technologiques dans l'indice Large américain / différentiel de croissance aux Etats-Unis) mais les données de risques et surtout la hiérarchie (Mid/Small/Large) sont similaires. **Ces résultats confirment donc la surperformance structurelle des Mid.**

### Pourquoi les Mid surperforment-elles les autres compartiments ?

« Du socle des Small émergent les modèles gagnants qui alimentent et dynamisent l'univers des Mid »

### Les données

Analysons les indices Mid français et allemand. Sur les 109 sociétés qui composent les deux indices aujourd'hui, 77 sociétés étaient déjà cotées fin 2004 dont 33 capitalisaient moins de 1 000M€ il y a 10 ans. Entre le 31/12/2004 et le 31/12/2014, ces 33 valeurs ont connu une croissance cumulée de leur capitalisation boursière de 308%, affichant une performance médiane de 250%, avec +2610% pour la plus performante et +38% pour la moins performante. Les 44 autres valeurs capitalisant plus de 1 000M€ au 31/12/2004 ont généré une performance cumulée de 80% (+818% / -90% pour les extrêmes).

### Nos conclusions

Ce sont les « success stories » en provenance du vaste univers des Small qui dopent les indices Mid par rapport aux autres compartiments.

Nous pouvons attribuer l'écart de performance au phénomène de dynamique ascendante mis en avant dans le premier volet de cette étude. Les Small sont la base de la pyramide du marché et regroupent 75% du nombre de sociétés cotées avec, bien évidemment, une grande diversité. De ce socle émergent des modèles gagnants qui, par leur croissance, quittent ce compartiment Small pour venir alimenter et dynamiser l'univers des Mid.

### **Ce qu'il faut retenir**

**Le compartiment Small présente une configuration risque / rentabilité légèrement supérieure à celui des Large.** Par conséquent, même s'il est plus risqué pour un épargnant ou un investisseur institutionnel d'investir sur un fonds Small que sur un fonds dédié aux Large, la rentabilité générée couvre ce supplément de risque.

**Les « success stories » issues du compartiment Small viennent alimenter les indices Mid,** générant structurellement un supplément de rentabilité significatif « net du risque » pour les investisseurs qui mettent une partie de leur épargne dans ce compartiment Mid.

**Ce second volet montre que les Small/Mid apportent une rémunération de l'épargne « net du risque » identique ou supérieure à celle des Large.** Il est donc souhaitable d'accroître la part de l'épargne européenne investie dans ces compartiments, afin d'attirer les entrepreneurs et d'entretenir cette dynamique gagnante pour toutes les parties prenantes.

# 3

## LES PERFORMANCES ÉCONOMIQUES DES VALEURS MOYENNES EUROPÉENNES

Les deux premiers volets de notre étude ont démontré la place des Small et Mid cap dans la dynamique du marché européen, puis établi que ces compartiments apportent une rémunération de l'épargne « net du risque » identique ou supérieure à celle des Large.

Analysons à présent le comportement économique des Small et Mid caps et le lien avec leur performance boursière. Ce troisième volet validera le principe du courant ascendant qui garantit l'équilibre et l'avenir du marché et qui a comme source le segment des Small et Mid Caps.

## Quelle a été l'évolution de l'univers des sociétés européennes cotées sur 10 ans ?

« L'évolution de l'échantillon montre la dynamique ascendante du marché, avec une contraction des segments Micro et Small vers les segments Mid et Large. »

### **Méthodologie**

- Le suivi de performance économique sur 10 ans (2004 à 2014) des sociétés européennes nécessite la construction d'un échantillon composé de sociétés présentant des modèles économiques similaires et constants sur la période.

- Prenons pour base les sociétés européennes cotées fin 2004 (4 845 sociétés). Eliminons les sociétés retirées de la cote au cours des 10 années considérées (942 sociétés), les modèles économiques non compatibles (essentiellement les modèles « financiers » : banques, assurances, sociétés immobilière, sociétés de gestion, etc., soit 1 385 sociétés), mais aussi toutes les sociétés trop petites (<5M€ de CA et les biotechnologies) ou dont la série de données est insuffisante sur la période (734 sociétés).

- L'échantillon que nous utiliserons dans le cadre de cette analyse est donc constitué de 1 782 sociétés. Il couvre 57% de l'univers de 2004 en % de la capitalisation mais seulement 37% en nombre de valeurs. Ceci s'explique par la conjugaison de trois facteurs : le dynamisme du segment Micro, tel que nous l'avons décrit dans le premier volet de l'étude, le fait que 80% des sociétés du secteur « financier » sont des Micro, et enfin la difficulté d'obtenir des données de qualité sur l'environnement Micro sur les 10 dernières années, notamment pour les plus petites d'entre elles (<20M€ de chiffre d'affaires). Nous disposons cependant d'un échantillon suffisant (781 Micro en 2004) pour comprendre les dynamiques de ce segment.

## Les données

Le tableau ci-dessous présente la photographie de l'univers d'étude et de l'échantillon analysé en 2004 :

Univers en 2004	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 803	1 248	510	284	4 845
en %	57,9%	25,8%	10,5%	5,9%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	126 699	505 732	1 131 481	5 629 606	7 393 518
en %	1,1%	5,0%	14,5%	79,4%	100%

Echantillon	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	781	556	277	168	1 782
en %	43,8%	31,2%	15,5%	9,4%	100,0%
Capitalisation agrégée (M€)	41 577	235 588	646 247	3 374 499	4 245 839
en %	1,0%	5,5%	15,1%	78,4%	100,0%

% de l'univers	Micro	Small	Mid	Large	Total
En nombre de valeurs	28%	45%	54%	59%	37%
En % capitalisation	33%	47%	57%	59%	57%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

Ci-dessous le même tableau 10 années plus tard.

Univers en 2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 744	1 279	683	384	5 090
en %	53,9%	25,1%	13,4%	7,5%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	122 964	542 951	1 573 120	8 634 249	10 873 283
en %	1,1%	5,0%	14,5%	79,4%	100%

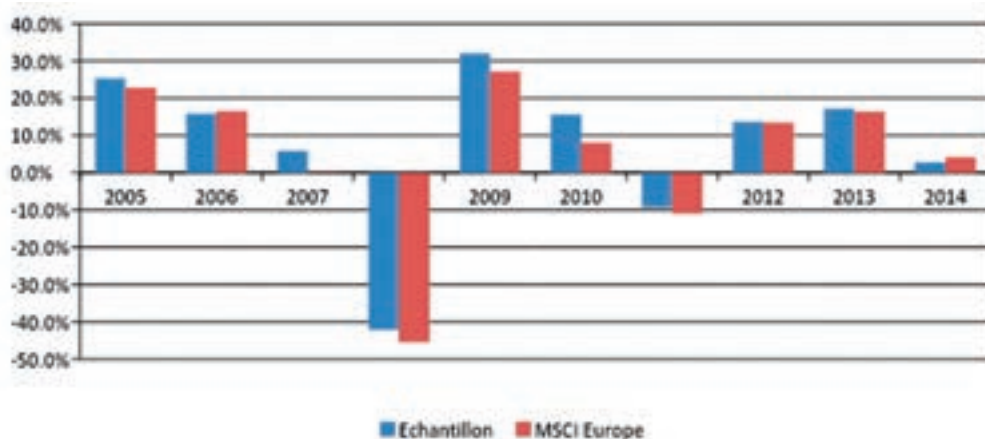
Echantillon	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	691	490	354	247	1 782
en %	38,8%	27,5%	19,9%	13,9%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	37 729	217 178	795 380	5 975 490	7 025 777
en %	0,5%	3,1%	11,3%	85,1%	100%

% de l'univers	Micro	Small	Mid	Large	Total
En nombre de valeurs	25%	38%	52%	64%	35%
En % capitalisation	31%	40%	51%	69%	65%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier



Le graphique ci-dessous présente la variation annuelle de la capitalisation agrégée de cet échantillon de 1 782 sociétés comparée à la variation annuelle de l'indice MSCI Europe :



Source : Bloomberg / La Financière de l'Echiquier

## Nos conclusions

La variation annuelle de la capitalisation agrégée de notre échantillon est nettement corrélée à la variation annuelle de l'indice MSCI Europe, ce qui confirme la pertinence de notre méthodologie.

Cet échantillon de 1 782 sociétés représentait en volume d'activité 41% du PIB de l'Union européenne en 2004 et 51% en 2014. Et en y ajoutant les sociétés cotées en 2014 mais pas encore introduites en Bourse en 2004, cette proportion monterait à 63%.

L'évolution de l'échantillon sur 10 ans montre de manière très lisible la dynamique ascendante du marché, avec une contraction des segments Micro et Small vers les segments Mid et Large.

## Quelles sont les performances économiques de notre échantillon de sociétés sur 10 ans ?

« La croissance de notre échantillon est supérieure à celle du PIB européen : la cotation semble être un accélérateur de croissance pour les entreprises »

## Les données

Observons l'évolution du chiffre d'affaires de ces 1 782 sociétés via l'agrégation des données économiques (comme s'il s'agissait d'une seule et même société) afin de mesurer l'impact économique global.

Agrégé - Milliards €	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	4 345,2	4 723,6	5 226,3	5 599,6	5 960,5	5 367,3	5 964,2	6 517,0	6 881,8	6 726,3	6 914,7
Var CA		8,7%	10,6%	7,1%	6,4%	-10,0%	11,1%	9,3%	5,6%	-2,3%	2,8%
ROC	437,5	533,5	594,5	659,8	653,3	521,4	644,3	717,8	679,7	634,7	638,5
Marge	10,1%	11,3%	11,4%	11,8%	11,0%	9,7%	10,8%	11,0%	9,9%	9,4%	9,2%
Capitalisation	4 245,8	5 318,5	6 156,5	6 519,2	3 769,0	4 975,4	5 752,3	5 216,1	5 926,0	6 940,5	7 134,2
Gearing	53,0%	49,2%	52,8%	54,9%	67,2%	62,7%	51,2%	53,0%	53,7%	51,1%	51,6%
Invest ind % CA	-6,9%	-7,0%	-7,2%	-7,1%	-7,4%	-7,3%	-6,3%	-6,3%	-6,4%	-6,3%	-6,2%
VE / CA	1,22	1,36	1,43	1,42	0,92	1,24	1,23	1,06	1,12	1,29	1,29
VE/ROC	12,13	12,08	12,53	12,06	8,40	12,75	11,38	9,63	11,32	13,62	13,95
P/AN	2,12	2,32	2,52	2,49	1,47	1,86	1,86	1,63	1,80	2,08	2,08

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

Observons ensuite les données économiques médianes pour valider les tendances par une approche plus fine.

Median - M€	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	255,07	278,96	312,55	347,91	362,63	337,25	364,27	400,60	415,10	402,96	420,76
Var CA		8,0%	11,4%	9,1%	3,5%	-5,8%	8,3%	7,4%	4,8%	-0,3%	3,8%
ROC	17,22	21,06	24,57	29,95	25,57	17,06	23,83	25,23	24,43	23,98	26,70
Marge	6,8%	7,5%	7,9%	8,6%	7,1%	5,1%	6,5%	6,3%	5,9%	5,9%	6,3%
Capitalisation	205,41	276,46	343,05	341,54	148,65	217,50	282,97	220,34	243,91	321,48	327,72
Gearing	22,6%	23,1%	24,3%	27,5%	34,1%	28,9%	22,6%	24,4%	23,0%	21,6%	22,6%
Invest ind % CA	-3,56%	-3,64%	-3,73%	-3,69%	-3,70%	-2,90%	-2,69%	-2,93%	-2,92%	-2,83%	-2,96%
VE / CA	0,95	1,13	1,23	1,11	0,63	0,87	0,93	0,75	0,83	0,99	0,97
VE/ROC	11,00	12,26	13,20	11,34	7,23	10,26	11,30	9,38	10,59	12,75	12,13
P/AN	1,84	2,16	2,38	2,07	0,99	1,37	1,56	1,22	1,37	1,65	1,59

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

## Nos conclusions

Le cycle croissance / crise / reprise a suivi son cours jusqu'en 2011. En revanche, les années 2012-2014 ont marqué un ralentissement continu de la croissance (et même une contraction en 2013). La contraction du marché financier, qui avait surpris à l'été 2011, reposait donc sur l'anticipation de cette rupture de tendance. La reprise post-2009 s'est également traduite par une nette amélioration de la rentabilité opérationnelle en 2010/2011. En revanche, les années 2012/2014 marquent une baisse prononcée de la rentabilité opérationnelle au niveau européen. **Cette contraction étant également visible dans les données médianes, il s'agit donc bien d'une tendance générale : si la chose était connue au niveau français, c'est une nouveauté que de la constater au niveau européen.**

**Les valorisations ont cependant continué de progresser sur la période 2012-2014**, portant le multiple de VE/ROC 2013-2014 à un niveau supérieur à celui de 2007. La faiblesse de l'activité en 2014 a logiquement entraîné une stabilisation du marché financier en 2014. La vigueur des marchés financiers depuis le début de 2015 est donc particulièrement sensible à une forte reprise du taux de croissance et du niveau de marge opérationnelle dès 2015 au regard des niveaux de valorisation atteints. A partir de 2012, le gearing [(dette financières CT + LT - trésorerie) / Capitaux propres] a retrouvé son niveau d'avant crise de 2004/2005. Le mouvement de désendettement des entreprises est donc très visible dans ces chiffres.

**La diminution du ratio investissement / chiffre d'affaires montre que les investissements ont pâti de cette situation** (faible croissance, pression sur les marges, baisse de l'endettement). Ils sont globalement restés stables en volume, autour de 430 milliards d'euros entre 2011 et 2014 contre un pic à 441 milliards en 2008. C'est un moteur de la croissance qui doit repartir.

On constate cependant que notre univers de 1 782 sociétés affiche une croissance agrégée de 58% en 10 ans contre 27% pour le PIB européen (ces chiffres intègrent bien entendu les acquisitions qui sont l'un des intérêts majeurs de la cotation en Bourse) : **être coté semble donc constituer un accélérateur de croissance pour les entreprises.**

**La cotation en Bourse est en effet un facilitateur d'acquisition et de fusion au regard du nombre de sociétés qui quittent la cote.** Les exigences de transparence, de gouvernance et de discipline financière, souvent mises en avant comme un repoussoir à la cotation en Bourse, agissent en réalité comme des contraintes nécessaires au progrès, notamment pour les plus petites sociétés. Il est donc crucial d'attirer les entrepreneurs vers la Bourse : pour cela, toutes les solutions permettant de réduire le coût global de la cotation sans porter préjudice à la transparence doivent être envisagées par l'ensemble des parties prenantes au niveau européen.

## Quelles sont les performances économiques comparées des segments Micro, Small, Mid et Large ?

« Les segments Small et Mid sont plus dynamiques économiquement et ces résultats se traduisent dans les performances boursières. »

## Méthodologie

- Afin de réaliser une comparaison aussi simple que possible, nous n'avons utilisé que deux indicateurs économiques - le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel - que nous avons recalculés en base 100 en 2004 pour chacun des segments (Micro, Small, Mid et Large), et un seul indicateur de performance, la capitalisation boursière. Tous ces indicateurs sont agrégés car c'est le volume de création/destruction de richesse qui nous importe, pas le pourcentage très trompeur, surtout sur des univers de Small/Mid. Le principe de construction des quatre segments est tout aussi simple : nous utilisons le volume d'activité en 2004 pour générer les quatre segments qui restent donc à sociétés constantes pendant ces 10 années.

## Les données

Chiffres d'affaires	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Micro*	100	115	139	164	177	172	188	208	221	227	245
Small	100	111	127	142	149	138	152	169	178	179	191
Mid	100	112	127	139	145	137	146	157	165	165	171
Large	100	108	118	126	134	119	134	146	155	150	153

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

Rés. opérationnel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Micro	100	167	235	302	285	220	279	367	380	364	384
Small	100	121	146	172	166	131	162	177	178	181	189
Mid	100	115	137	155	147	124	152	161	163	156	168
Large	100	123	134	147	147	117	144	162	151	139	137

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

Capitalisation	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Micro	100	168	215	212	100	147	185	165	190	235	247
Small	100	135	171	174	87	127	160	149	177	212	218
Mid	100	130	165	166	91	127	159	142	169	200	212
Large	100	122	137	148	88	114	127	115	129	150	152

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

Nos quatre segments sont relativement homogènes en 2004 mais les différentiels de croissance économique aboutissent à une configuration très différente 10 ans plus tard. Prenons le temps de les analyser un par un pour mesurer le pourcentage de sociétés qui changent de catégorie à la hausse (ou à la baisse) et ce qu'elles génèrent comme performance.

Evolution du sous-échantillon Micro (CA 5/150 - base 100 en 2004)

Micro	# sociétés	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	703	100	245	100	384	100	247	100%	100%
<b>Micro (=)</b>	<b>71,1%</b>	<b>100</b>	<b>141</b>	<b>100</b>	<b>195</b>	<b>100</b>	<b>140</b>	<b>50%</b>	<b>28%</b>
= Small	28,0%	100	341	100	516	100	338	48%	66%
= Mid	0,9%	100	2 224	100	1 960	100	891	2%	6%

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

Evolution du sous-échantillon Small (CA 150/1000 - base 100 en 2004)

Small	# sociétés	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	593	100	191	100	189	100	218	100%	100%
- Micro	6,4%	100	33	100	-3	100	42	3%	1%
<b>Small (=)</b>	<b>67,1%</b>	<b>100</b>	<b>141</b>	<b>100</b>	<b>123</b>	<b>100</b>	<b>145</b>	<b>52%</b>	<b>34%</b>
= Mid	26,1%	100	268	100	263	100	309	45%	64%
= Large	0,3%	100	829	100	1 008	100	457	1%	1%

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

Evolution du sous-échantillon Mid (CA 1000/5000 - base 100 en 2004)

Mid	# sociétés	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	303	100	171	100	168	100	212	100%	100%
-Small	5,3%	100	45	100	38	100	45	4%	1%
<b>Mid (=)</b>	<b>73,3%</b>	<b>100</b>	<b>138</b>	<b>100</b>	<b>138</b>	<b>100</b>	<b>174</b>	<b>60%</b>	<b>49%</b>
=L(5/10Md€)	16,8%	100	205	100	200	100	237	26%	29%
=L(+10Md€)	4,6%	100	418	100	405	100	438	10%	21%

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

Evolution du sous-échantillon Large (CA+5 000 - base 100 en 2004)

Nous avons décomposé l'échantillon Large en plusieurs sous échantillons pour avoir une lecture plus précise des évolutions de ces valeurs sur 10 ans.

Large	# sociétés en 2004	# sociétés en 2014	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	183	183	100	153	100	137	100	152	100%	100%
1000/5000	0,0%	7,1%	100	42	100	77	100	67	2%	1%
5000/10000	43,7%	14,2%	100	96	100	60	100	83	7%	4%
10000/20000	31,1%	34,4%	100	150	100	157	100	192	21%	26%
20000/50000	19,1%	31,7%	100	161	100	167	100	167	41%	45%
50000+	6,0%	12,6%	100	165	100	114	100	126	29%	24%

Source : Capital IQ /La Financière de l'Echiquier

## Nos conclusions

**Segment Micro** : sur les 703 sociétés de ce sous-échantillon qui, en 2004, réalisaient entre 5 et 150M€ de chiffres d'affaires, 71% sont restées dans cette fourchette 10 ans plus tard en générant +40% (chiffre d'affaires et capitalisation). 29% de ces sociétés ont dépassé les 150M€ de chiffre d'affaires entre 2005 et 2014 et tirent l'ensemble avec des performances remarquables puisqu'elles représentent 72% de la capitalisation du sous-échantillon en 2014 (contre 50% en 2004). Parmi les success stories de cet échantillon, on citera Asos (Royaume-Uni), Wiercard (Allemagne), Meda (Suède), Cramo (Finlande), LEM Holdings (Suisse), Norwergian Air Shuttle (Norvège), Reply (Italie), Naturex (France), Ambu (Danemark) ou encore Do&Co (Autriche).

**Segment Small** : 67% des valeurs restent dans la fourchette d'activité d'origine et réalisent une performance très similaire à celle du segment Micro (+40% en 10 ans). Un quart des sociétés sortent du lot et viennent doper les performances de cette catégorie. Parmi ces success stories, on retrouve Iliad pour la France, ARM Holding au Royaume-Uni, Actelion Ltd en Suisse, Elekta en Suède, Cie Automotive en Espagne, Marine Harvest en Norvège, TKH Group aux Pays-Bas, Brembo en Italie, Icon en Irlande, United Internet AG en Allemagne, Konecranes en Finlande, Per Aarsleff au Danemark, Econocom Group en Belgique ou KTM AG en Autriche. Un grand nombre de ces valeurs sont venues nourrir les indices Mid européens avec la progression de leur taille et de leur liquidité.

**Segment Mid** : il est intéressant de constater que les performances économiques des sociétés qui sont restées dans la fourchette d'origine (73% des sociétés) sont en ligne avec les deux précédents tableaux (autour de 40%), mais que les performances boursières sont nettement supérieures (+74%). Ce phénomène est lié à l'augmentation de la taille et donc de la liquidité qui a souvent un phénomène inflationniste sur les multiples de valorisation ; il s'agit là d'un changement de statut. On retrouve ce mécanisme sur les deux autres groupes de valeurs (celles qui génèrent un volume d'activité de 5 000 à 10 000M€ en 2014 et celles qui ont dépassé les 10 000M€ en 2014). Ainsi, à la performance économique, le marché financier ajoute une prime nommée « re-rating » qui dope ces indices Mid. Cette prime est durable car il s'agit - pour faire simple - d'un phénomène de baisse du risque individuel de « dépôt de bilan ». Parmi ces success stories on retrouve Easyjet au Royaume-Uni, Sika en Suisse, Assa Abloy en Suède, Inditex en Espagne (la marque Zara), Jeronimo Martins au Portugal, ASML Holding aux Pays-Bas, Luxottica en Italie, Shire en Irlande, Aurubis en Allemagne, Safran en France, Amer Sports en Finlande, Novo Nordisk au Danemark ou Andritz en Autriche

**Segment Large** : le phénomène de transmission d'une catégorie à une autre est là encore très net avec la forte diminution du nombre de sociétés qui réalisaient entre 5 000 et 10 000M€ de CA en 2004. De 44% du panel, elles passent à 14% 10 ans plus tard, et celles qui restent stagne (indice 96 en 2014). Les trois fourchettes d'activité (10/20, 20/50 et 50+) progressent toutes en nombre de sociétés, nourries des meilleures épopées industrielles des échelons du dessous. Pour en citer quelques-unes, on citera Rolls-Royce, ABB en Suisse, H&M en Suède, Fresenius Se en Allemagne, Christian Dior en France et Inbev en Belgique.

La contre-performance boursière du segment Large en 2014 peut surprendre au regard de sa progression « économique » en ligne avec les autres tranches. Ce décrochage est dû aux grandes capitalisations issues des secteurs pétroliers, télécoms, distribution et énergie qui absorbent la progression des Audi, BMW, Nestlé et autres Airbus. Dix valeurs de ces secteurs en berne représentaient une capitalisation agrégée de 626 milliards d'euros en 2004 pour tomber à 468 milliards en 2014, alors que le volume d'activité agrégé restait stable sur 10 ans. Il s'agit donc, à l'inverse des Mid, d'un phénomène de « dé-rating » qui touche les entreprises en panne de croissance. Encore une preuve de l'importance du renouvellement par la base.

Ces données montrent que la hiérarchie des performances économiques coïncide avec celle des performances boursières. Les segments Small et Mid sont plus dynamiques économiquement et ces résultats se traduisent dans les performances boursières.

### **Ce qu'il faut retenir**

**Le marché financier est un écosystème assez classique.** Une large base de Micro, de Small et de Mid permet le renouvellement de la cote par sa croissance économique. Plus la base est large, plus le nombre de success stories sera important ; statistiquement, on peut avancer le chiffre de 20/25% sur 10 ans sur cet échantillon. Chaque partie prenante est interdépendante des autres pour le plus grand profit de tous.

**Cette structure pyramidale du marché financier en nombre de valeurs cotées (peu de Large / beaucoup de Micro / Small) doit être entretenue pour assurer le renouvellement des Large, qui garantissent l'attractivité mondiale d'une place financière** et financent l'infrastructure qui permet à ce marché de fonctionner. Ainsi, celles-ci représentent 7% des valeurs, 80% de la capitalisation boursière, mais aussi et surtout 85/90% des volumes de transaction, c'est-à-dire des sources de revenus pour les acteurs du marché.

**Il est primordial de comprendre ces mécanismes pour éviter la destruction de cette dynamique par –par exemple– une régulation qui ne tiendrait pas compte de ces spécificités.** Le risque d'érosion est bien réel : depuis 2007 –et avant le retour bienvenu des introductions en Bourse au premier trimestre 2015–, la baisse du nombre de sociétés cotées allait en s'accéléralant, menaçant de trop comprimer la capitalisation boursière du continent européen. Un mouvement qui aurait eu des conséquences désastreuses à terme pour l'attractivité et la puissance de l'industrie financière en Europe.

# 4

## PANORAMA ET MODÈLE ÉCONOMIQUE DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE

Les trois premiers volets de notre étude ont très clairement démontré l'importance fondamentale des segments des petites et moyennes valeurs dans l'équilibre et l'avenir de cet écosystème délicat qu'est le marché européen : ils apportent une rémunération de l'épargne « net du risque » identique ou supérieure à celle des Large caps, ils conditionnent le renouvellement du segment des Large, et ils dégagent une croissance économique créatrice d'emploi plus forte que le reste de l'économie.

Après ces trois premiers chapitres consacrés à l'étude de l'offre, observons à présent la demande : ce quatrième et dernier volet, qui clôt notre série, est donc consacré à la structure de la gestion d'actifs en Europe sur les différents segments de la cote.

Nous y présentons d'abord une photo des volumes de transaction sur les segments Micro, Small, Mid et Large ; une photo saisissante à bien des égards. Nous proposons ensuite un panorama des fonds d'investissement actifs en Europe sur les différents segments, et en extrayons quelques idées-forces par pays, avant d'analyser l'impact de ces données sur l'industrie financière.



## Quels sont les volumes de transaction sur les segments Micro, Small, Mid et Large ?

« Les Micro/Small sont des marchés de masse en nombre de sociétés cotées mais des marchés de niche en volume d'activité »

### Méthodologie

- Notre échantillon compte 4 865 sociétés soit, 225 valeurs de moins que celui utilisé pour analyser la structure des marchés financiers (volet 1). Ces 225 sociétés ont été retirées de la cote au cours de l'année 2014. Selon le cabinet de conseil PWC<sup>1</sup>, l'Europe a connu 375 entrées en Bourse en 2014, mais nous n'intégrons pas ces sociétés dans notre panel (pas de transaction sur les 12 mois).

### Les données

Le tableau ci-dessous présente les volumes de transactions agrégés en 2014 pour notre échantillon de sociétés.

31/12/2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 576	1 200	678	411	4865
En %	53%	25%	14%	8%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	116 663	503 295	1 509 619	9 146 646	11 276 222
En %	1,0%	4,5%	13,4%	81,1%	100%
Vol. annuel transaction agrégé (M€)	58 776	296 597	1 569 470	8 834 764	10 759 607
En %	0,5%	2,8%	14,6%	82,1%	100%
Volume annuel médian (M€)	7	100	1 275	13 044	

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

### Nos conclusions

**L'industrie financière se rémunère sur la base des volumes** (volume de transaction pour les sociétés de Bourse à travers le courtage, volume sous gestion pour les sociétés de gestion). Le volume de transaction est donc un indicateur clé pour mesurer la rentabilité des différents segments de la cote et leur attractivité pour l'industrie financière.

**Les Micro et Small représentent 78% des sociétés cotées en Europe et 3,5% des transactions annuelles.** La répartition par pays et par segment suit globalement la répartition capitalistique présentée dans le volet 1 de notre série. Nous analysons dans la 3ème partie la signification de ces chiffres pour l'industrie financière.

**La particularité des segments Micro et Small apparaît clairement au travers de ces chiffres.** Ce sont des marchés de masse en nombre de sociétés cotées mais des marchés de niche en volume d'activité.

<sup>1</sup> Source : IPO Watch 2014, PWC

## Comment est structurée l'industrie de la gestion d'actifs européenne ?

« 1 000 fonds d'investissement dédiés aux segments Micro / Small / Mid européens totaliseraient un peu plus de 190 milliards d'euros sous gestion. »

### Méthodologie

- Nos données ne couvrent que les fonds dits « d'investissement », ce qui exclut les fonds sous mandat. Selon les dernières données disponibles (Asset Management Report 2014 - EFAMA), ces fonds d'investissement représentaient environ 50% des actifs sous gestion en Europe.

- Nous partons de la base de données mondiale de Morningstar à laquelle nous retranchons tous les fonds investis en dehors de l'Europe. Nous conservons les fonds mondiaux et les fonds sectoriels mondiaux en appliquant une pondération de 20% sur les actifs sous gestion, en considérant qu'en moyenne ces fonds sont investis à 20% en Europe (benchmark mondial).

- A la suite de ce retraitement nous disposons d'une base comprenant environ 6 400 fonds pour 1 050 sociétés de gestion disposant de fonds investis en totalité ou en partie en Europe. Ces fonds totaliseraient de l'ordre de 1 881 milliards d'euros investis en Europe. Selon l'EFAMA, les fonds d'investissement d'origine européenne cumuleraient quelque 3 500 milliards d'euros sous gestion en actions. Selon nos données, les fonds d'origine européenne totalisent 1 160 milliards d'euros investis en Europe, soit 32% des 3 500 milliards cités ci-dessus, alors que l'Europe pèse environ 20% de la capitalisation mondiale. Ces chiffres nous semblent donc assez cohérents bien qu'il ne s'agisse que d'ordres de grandeur.

- La base de données Morningstar nous indique également pour chacun de ces fonds une segmentation par spécialisation : Large ou Mid/Small. Nous avons validé cette indication en vérifiant l'indice de comparaison issu du prospectus et disponible dans ce listing.

## Les données

Le tableau suivant présente les résultats de ce découpage :

		Large	Mid & Small	Total
Total	En milliards d'€	1 689	192	1 881
	en % total	90%	10%	100%
	En # de fonds	5 370	1 004	6 374
	Moyenne M€	315	191	
	Médiane M€	49	55	
Europe	En milliards d'€	996	161	1 157
	en % total	59%	84%	62%
	En # de fonds	3 940	898	4 838
	Moyenne M€	253	179	
	Médiane M€	58	55	
Royaume-Uni	En milliards d'€	333	66	399
	en % total	20%	35%	21%
	En # de fonds	570	172	742
	Moyenne M€	584	386	
	Médiane M€	159	143	
France	En milliards d'€	129	19	148
	en % total	8%	10%	8%
	En # de fonds	646	230	876
	Moyenne M€	199	84	
	Médiane M€	63	33	
Luxembourg	En milliards d'€	106	36	142
	en % total	6%	19%	8%
	En # de fonds	362	211	573
	Moyenne M€	292	171	
	Médiane M€	99	50	
Amérique du Nord	En milliards d'€	669	30	699
	en % total	40%	16%	37%
	En # de fonds	918	87	1 005
	Moyenne M€	728	345	
	Médiane M€	70	83	
Reste du monde	En milliards d'€	24	0	25
	en % total	1%	0%	1%
	En # de fonds	512	19	531
	Moyenne M€	50	28	
	Médiane M€	7	12	

Source Morningstar / La Financière de l'Echiquier

## Nos conclusions

10% des montants sont alloués aux segments Mid/Small, soit 192 milliards d'euros, dont 84% sont en Europe tandis que le solde provient de fonds d'origine nord-américaine.

**L'historique 2007/2014 de la France révèle que les actifs sous gestion des fonds français investis dans les compartiments Mid/Small européens ont stagné autour de 19 milliards d'euros, tandis que le nombre de fonds a progressé de 60%, à 230 fonds.** Cette information implique une baisse de la moyenne (131 à 84 millions d'euros) et de la médiane (52 à 33 millions d'euros). La collecte n'a donc pas été au rendez-vous mais l'industrie de la gestion en France reste dynamique, aidée très certainement par l'initiative PEA-PME. Par ailleurs, cette multiplication de petits fonds est un facteur d'amélioration de la liquidité sur les Micro/Small. Les Large ont quant à elles vu leurs encours progresser de 22%, avec une croissance de près de 80% du nombre de fonds. Le développement de la gestion ESG semble être l'un des facteurs explicatifs de cette évolution.

**L'évolution est différente au Royaume-Uni.** Les encours dédiés aux fonds Mid/Small ont progressé de 60% et le nombre de fonds de 52%, conservant ses métriques moyenne / médiane sur la période. Notons également que la taille médiane des fonds est très nettement supérieure au Royaume-Uni (ainsi qu'aux Etats-Unis). Cela pourrait provenir du fait que l'industrie est plus mature dans ces pays et que le phénomène de rapprochement / concentration des sociétés de gestion est déjà avancé.

**Le pays marquant la plus forte croissance au cours des dernières années est le Luxembourg** qui ne regroupait que 88 fonds Mid/Small pour 14 milliards d'encours en 2007 et compte en 2014 plus de 200 fonds pour 36 milliards d'euros d'encours. Sur les fonds Large, le nombre de produits a été multiplié par 4, et les encours ont grimpé de 66%. La directive UCITS IV entrée en vigueur le 1er juillet 2011 a facilité la distribution des fonds entre les Etats et est sans nul doute à l'origine de ce succès du Luxembourg.

**L'Allemagne fait étonnamment figure de grande absente** sur ce terrain des fonds dédiés Mid/Small, puisque qu'elle ne compte que 46 fonds spécialisés.

## Quel est l'impact de ces données sur les modèles économiques de l'industrie financière ?

« Plus de 50% des sociétés cotées présentent un casse-tête économique pour des industries de service comme les sociétés de gestion et les sociétés de Bourse, qui se rémunèrent sur les volumes. »

Les segments Micro et Small (78% des sociétés cotées en 2014) ont généré 355 milliards d'euros de transactions en 2014. A première vue, ces flux de capitaux en absolu semblent suffisants. Cependant, il faut confronter les chiffres aux contraintes économiques des activités de services des industries financières pour mesurer ce qu'ils représentent.

## Pour les sociétés de Bourse

### Les données

Le modèle économique des sociétés de Bourse repose sur les volumes de transactions générés. Très schématiquement : l'analyste de la société de Bourse propose une idée d'investissement ou de désinvestissement à son vendeur ; ce dernier en parle au gérant qui passe un ordre de vente ou d'achat s'il est convaincu par les arguments ; enfin le vendeur transmet cet ordre au négociateur afin de le traiter dans le marché. Cette chaîne de service est financée par le courtage prélevé par la société de Bourse sur le montant global de la transaction, mesuré en « pour mille » (‰). Considérons, pour simplifier, que le courtage moyen est de l'ordre de 1,5‰ pour les segments Micro / Small / Mid, et de 1‰ pour les Large<sup>2</sup>.

	Micro	Small	Mid	Large
Tx de courtage retenu ‰	1,5‰	1,5‰	1,5‰	1,0‰
Volume transaction agrégé M€	58 776	296 597	1 569 470	8 834 764
CA courtage M€*	176	890	4 708	17 670
Nbre sociétés	2 576	1 200	678	411
CA courtage moyen	0,07	0,74	6,94	42,99
Volume médian	7	100	1 275	13 044
CA courtage M€*	0,02	0,30	3,83	26,09

Source : La Financière de L'Echiquier

(\*) Le montant obtenu est multiplié par 2 car si quelqu'un vend un autre achète. Le courtage est donc prélevé 2 fois mais l'échange de titres est comptabilisé une seule fois.

Ainsi, sur la base de 7 millions d'euros de transactions annuelles, en prenant en compte un taux de courtage de 1,5‰ et 100% des transactions à l'achat et à la vente, le courtage médian total généré sur 1 an pour une Micro serait de 20 000 euros. Le courtage moyen de 70 000 euros montre la très grande disparité qui règne puisque les 500 premières sociétés de ce segment concentrent 75% des 58,8 milliards de transactions.

Pour une Small, selon les mêmes hypothèses, le courtage médian sur 1 an est de 300 000 euros. Un meilleur résultat, mais encore insuffisant. En effet ce calcul se fonde sur l'hypothèse d'une part de marché de 100% sur les transactions d'une société à l'achat et à la vente, totalement utopique. En réalité, des centaines de sociétés de bourse se partagent ces flux. Par ailleurs, si l'on considère qu'un analyste financier peut couvrir correctement entre 10 et 20 sociétés et si l'on y ajoute uniquement les autres coûts salariaux directs (vendeur + négociateur),

### Nos conclusions

il apparaît clairement que **le suivi par une société de Bourse d'une Micro et d'une partie importante des Small, sur la base du modèle de courtage, est synonyme de perte d'argent**. D'autant que, par comparaison, le courtage médian généré sur 1 an pour une Large avec un taux de 1‰ est de l'ordre de... 26 millions d'euros !

Ainsi, **le segment des Micro (plus de 50% des sociétés cotées) et une part importante du segment des Small posent un problème structurel de liquidité quasiment insurmontable pour le modèle économique des sociétés de Bourse, qui est fondé sur le courtage.**

<sup>2</sup> Le calcul du courtage est en réalité plus complexe (différents caneaux de distribution, taille des clients, type de gestion classique, Hedge Fund, Quant...) mais nous pouvons affirmer que les estimations retenues ici se situent dans le haut de la fourchette.

Les acteurs du marché financier compensent en partie ce problème par un « deal » implicite qui repose sur la rémunération d'idées Small/Mid par des ordres passés sur des Large. L'autre solution est la rémunération par les sociétés cotées du service de rédaction d'analyses financières par les sociétés de Bourse. Une alternative qui fait encore grimper la facture de la cotation pour les sociétés (après les coûts d'introductions, il y a les charges récurrentes de communication, de commissaires aux comptes, de rapports annuels, semestriels...), d'où la réticence de certains dirigeants des Micro et Small cotées envers ce service de suivi. C'est pourtant le seul moyen pour des sociétés disposant de petits volumes de transaction de gagner en visibilité au niveau mondial. Le constat est cependant le même depuis des années : **la couverture en analyse financière des Micro / Small est insuffisante et pose un problème structurel évident.**

## Pour les sociétés de gestion

### Les données

La problématique est d'abord liée aux trois contraintes principales de la gestion active :

- 1) l'obligation de liquidité pour les épargnants / investisseurs, quel que soit le type de société dans lesquelles leurs fonds sont investis ;
- 2) la règle prudentielle suppose lors de l'achat ou de la vente de titres d'une société de ne pas dépasser un seuil de 30% du volume quotidien afin de limiter l'impact sur le cours de Bourse ;
- 3) la taille médiane des lignes détenues en portefeuille, qui est de l'ordre de 1,25 million d'euros (avec comme hypothèse un actif sous gestion de 50 millions d'euros concentré sur 40 sociétés<sup>3</sup>).

Ainsi, en respectant ces contraintes il faut 156 jours ouvrés (près de 8 mois) pour constituer ou céder une ligne dans le segment Micro sur la base d'un volume de transaction annuel de 7 millions d'euros, contre 10 jours pour une Small (100 millions par an), 0,8 jour pour une Mid et 0,08 jour pour une Large.

### Nos conclusions

**Il est donc difficile d'assurer des mouvements de capitaux sur des Micro ou des Small alors que les exigences de liquidité des clients sont les mêmes que pour d'autres segments.**

**Plus un fonds est petit (10/20 ou 30 millions d'euros) plus il est flexible et adapté à l'investissement dans les Micro/Small.** Cependant, le modèle économique d'une société de gestion repose sur les actifs sous gestion, qui sont rémunérés à une moyenne oscillant entre 1% et 1,5% net. Donc un fonds de 10 millions d'euros génère entre 0,1 et 0,15 million d'euros de chiffre d'affaires pour la société de gestion, un fonds de 100 millions apporte entre 1 et 1,5 million de chiffre d'affaires. Précisions que les ressources humaines et « techniques » nécessaires pour gérer un fonds de 10 millions ou de 100 millions sont les mêmes.

**Ces écarts permettent de comprendre les contraintes d'un fonds Small cap, structurellement limité en montant sous gestion, ce qui contraint aussi sa rentabilité.** Stratégiquement, 3 choix s'offriront à un fonds spécialisé Micro ou Small en cas de succès : fermer le fonds afin de limiter sa taille, accroître le nombre de lignes pour maintenir de petits montants sur chaque ligne, ce qui le transformera en une sorte d'indice, ou alors changer de catégorie d'investissement pour accompagner la croissance des montants sous gestion.

<sup>3</sup> En Europe, la taille médiane des fonds est de 50 millions d'euros comme présenté dans la partie 2 de ce document. La diversification est jugée suffisante au-delà de 20 lignes, et les gérants ont en pratique de 30 à 40 lignes importantes. Au delà, il est difficile de suivre activement toutes positions.

### Ce qu'il faut retenir

Nous dénombrons un peu plus de 1 000 fonds d'investissement dédiés aux segments Micro / Small / Mid européens, qui totaliseraient un peu plus de 190 milliards d'euros sous gestion. 90% de ces fonds sont concentrés en Europe avec un montant médian sous gestion de l'ordre de 50 millions d'euros. Une petite moitié d'entre eux sont physiquement gérés depuis la France et en Angleterre, sachant que pour le Luxembourg (23% du nombre de fonds dédiés) nous ne savons pas où sont domiciliées « réellement » les personnes physiques. L'univers est donc assez concentré, sur quelques pays.

Plus de 50% des sociétés cotées présentent un casse-tête économique pour des industries de service comme les sociétés de gestion et les sociétés de Bourse, qui se rémunèrent sur les volumes. Ce segment Mid/Small s'apparente à ce que l'industrie textile désigne comme la « haute couture » : une vitrine de savoir-faire déficitaire ou peu rentable, qui doit permettre de vendre le prêt-à-porter à un large public.

# CONCLUSION

Les segments Micro et Small représentent un marché de masse en nombre de sociétés et un marché de niche en volume d'activité. Un casse-tête économique pour les industries de services comme la gestion de portefeuille ou les intermédiaires qui se rémunèrent sur les volumes.

78% des sociétés cotées, soit près de 3 800 sociétés, appartiennent à ces segments Micro/Small et ne représentent que 3,5 des transactions boursières et donc de volume d'activité pour l'industrie financière. Le modèle économique des bourses européennes repose à court terme sur quelques centaines de sociétés mais dépend à long terme de la vitalité des milliers de sociétés qui appartiennent aux segments Small/Mid.

Or le nombre de Micro /Small cotées est en baisse de 20% en Europe depuis les 7 dernières années. Ce mouvement a commencé à affecter le nombre de Mid/Large cotées, lui-même en baisse de 5%.

## Comment enrayer cette baisse qui menace à long terme le marché européen ?

Politiquement, les Small/Mid ont bonne presse dans une Europe en panne de croissance. Et à juste titre ! Nous avons montré qu'elles présentent un dynamisme économique, et donc un potentiel de création d'emploi, supérieur à celui des Large.

D'un autre côté, le régulateur multiplie les messages contre-productifs depuis des années au nom de la protection de l'épargnant / investisseur. La séparation des flux par exemple : il n'est plus possible qu'un ordre sur une Large puisse « rémunérer » une idée sur une Small, ce qui rompt le fragile équilibre de l'interdépendance entre les différents segments de la cote. Autre exemple : la séparation des services de flux et des services de recherche rend impossible la rémunération des services de recherche par le courtage. Ce type de régulation peut entraîner, à terme, la disparition de la recherche sur les Micro /Small qui deviendrait trop coûteuse pour les fonds Small et qui perdrait donc de son intérêt économique pour les sociétés de Bourse. Citons également l'inflation des informations obligatoires, qui entraîne une inflation des coûts. Et, enfin, une réticence du régulateur à orienter l'épargne vers ces segments jugés à tort trop risqués... alors que leur couple risque / rentabilité est identique à celui des Large (pour les Small) voire supérieur (pour les Mid) !

## Quelles sont nos propositions ?

Une première étape pour enrayer la baisse des Micro/Small serait donc de stabiliser la réglementation. Il faudrait pour cela garder à l'esprit la nécessaire solidarité entre les différents segments de la cote et prendre en compte les spécificités des Micro/Small afin d'alléger leurs charges et contraintes tout en respectant leur besoin d'information clés. En contrepartie, le régulateur pourrait imposer à toute Micro/Small cotée ne disposant pas d'une couverture par au moins un analyste le financement d'un contrat annuel auprès d'une société de Bourse. Cela permettrait d'assurer un suivi minimum et de mettre cette recherche à disposition des grands prestataires mondiaux.

L'épargne européenne doit également être plus systématiquement orientée vers ces classes d'actifs Micro/Small. Cela pourrait passer par le développement au niveau européen d'une enveloppe fiscale ou réglementaire spécifique aux fonds Micro/Small caps, accompagné d'un allègement des contraintes pour les assureurs souhaitant placer une partie de leurs avoirs dans ces fonds. Les sociétés de Bourse actives sur ces segments pourraient également bénéficier d'allègements fiscaux au niveau européen, à hauteur du nombre d'analystes financiers spécialisés (en les considérant comme des ingénieurs / chercheurs, à l'image de ce que propose le Crédit Impôt-recherche en France). On estime à moins de 40 les analystes financiers spécialisés en France dans les quelques sociétés de Bourse encore actives. Les enjeux financiers ne seraient donc pas colossaux pour les finances publiques !



# « KEY FINDINGS »

## Les informations clés

### Les Micro et Small caps (capitalisation inférieure à 1000 M€)

- 78% des sociétés cotées européennes
- 5% de la capitalisation boursière totale
- 3% des transactions annuelles

### Les Micro, Small et Mid caps (capitalisation inférieure à 5000 M€)

- 92% des sociétés cotées européennes
- 19% de la capitalisation boursière
- 18% des transactions annuelles

### Les Mid et Large caps (capitalisation supérieure à 5 000 M€)

- 22% des cotées européennes
- 95% de la capitalisation boursière
- 97% des transactions annuelles

## Les idées à retenir

Le segment Small/ Mid est un marché de masse en nombre de sociétés, mais un marché de niche en termes de volume de transactions.

Le dynamisme des Small / Mid est cependant le moteur du marché européen : il stimule l'économie, la rémunération de l'épargne et conditionne le nombre de Large caps à long terme.

- Ce segment a généré une performance boursière annualisée et corrigée du risque 2 à 3 fois supérieure à celui des Large.
  - Cette performance provient d'un dynamisme économique plus important : 50% des Large cap d'aujourd'hui étaient des Small/Mid en 2000.
- Ce dynamisme est menacé : le nombre de Micro/Small cotées a chuté de 20 % depuis 2007.
  - Cette baisse des petites valeurs menace, à long terme, la vitalité de l'économie européennes : le nombre de Mid /Large a déjà baissé de 5% depuis 2007.
  - Les Micro /Small sont confrontées à trois obstacles majeurs :
    - le régulateur a un tropisme fort envers les Large et ne mesure pas l'impact de ses régulations /messages sur ces segments clés de la cote ;
    - cette ambiance ne pousse pas les acteurs de l'industrie financière à investir dans ces niches ce qui se traduit par moins d'introductions en Bourse et moins de suivi ;
    - Les contraintes/coût de cotation masquent les avantages de la cotation pour les entrepreneurs.

### Quelques propositions

Les acteurs de l'industrie financière doivent prendre conscience de ce phénomène et s'investir davantage sur ses segments Micro/Small.

Le régulateur doit prendre conscience de l'importance et de l'interdépendance des segments de l'écosystème boursier afin de créer un environnement accueillant pour ces sociétés de petites tailles.

- **Pour les entreprises : création d'un statut européen de Micro/Small**

- allègement des coûts de cotation pour ce segment spécifique;
- allègement des contraintes obligatoires non essentielles à la bonne information ;
- en contrepartie, obligation de souscrire à un contrat de suivi en analyse pour toutes les sociétés cotées tant que les volumes de transaction sont insuffisants.

- **Pour les acteurs économiques : orientation de l'épargne européenne**

- création d'un cadre réglementaire et fiscal paneuropéen spécifique aux fonds Micro / Small
- allègement des contraintes pour les assureurs
- mise en place d'un avantage fiscal sous forme de crédit d'impôt pour les analystes sell side spécialisés sur ces segments Micro / Small



