

PANORAMA EUROPÉEN DES PETITES ET MOYENNES VALEURS

Edition 2016



SOMMAIRE

Préface.....	2
Principaux enseignements.....	4
Introduction	5
I. La performance boursière des <i>Small</i> et <i>Mid cap</i> confirmée	6
II. <i>Small</i> et <i>Mid cap</i> : performance boursière = performance économique ?	12
III. Structure marché européen : tout sur les <i>Large</i> !	20
Focus par pays	27
Conclusions et propositions.....	36
Annexe : Méthodologie & typologie	39

Marchés européens : *undersize me* !

Si vous goûtez particulièrement les promenades au cœur des capitales européennes, vous n'avez pas pu ignorer, au cours des 15 dernières années, l'impressionnant élan d'uniformisation qui les a transformées.

Gap, Starbucks, Apple, Zara, McDonald's, H&M : que vous passiez un week-end à Madrid, Rome, Londres ou Berlin, les grandes enseignes mondialisées se trouveront invariablement sur votre chemin. Les enseignes locales qui attisaient votre curiosité et complétaient votre sentiment d'être ailleurs ? Pour les retrouver, il vous faudra désormais aller loin des sentiers battus et sortir des centres-villes.

Il semblerait que les marchés boursiers européens suivent une tendance en tout point similaire : tout, aujourd'hui, dans l'écosystème européen, concourt à favoriser les grandes capitalisations boursières au détriment des petites. De fait, jamais les « *Large cap* » n'ont été aussi nombreuses, et jamais la capitalisation globale qu'elles représentent n'a été aussi élevée.

Les grandes capitalisations ont l'importance de ceux qui payent pour les autres : dans une industrie qui rémunère sur les volumes, les 7% les plus grandes représentent 80% de la capitalisation boursière totale. Elles ont donc, à juste titre, toute l'attention qu'elles méritent. Mais à force de ne se préoccuper que d'elles, à force - surtout - de délaisser les petites capitalisations et de rendre la vie de ces dernières plus compliquée, le marché européen perd peu à peu en vitalité, en force. A terme, en attractivité.

Aujourd'hui, le danger est grand de voir le tissu entrepreneurial s'appauvrir du fait de l'inertie de la cote. Non seulement parce que le soutien de l'écosystème boursier à l'égard de ses jeunes pousses se détériore, mais aussi parce que la



conjoncture est très loin d'être favorable aux introductions en bourse, ce qui ne facilite pas l'approvisionnement du marché en énergie nouvelle.

Au premier trimestre 2016, en France, le montant des IPO¹ s'établissait ainsi à... zéro, pour les sociétés valorisées de plus de 200 millions d'euros (contre 900 millions d'euros au premier trimestre 2015), tandis qu'au niveau européen, les montants des introductions en bourse étaient au plus bas depuis le premier trimestre 2013 (3,5 milliards d'euros contre 16,4 milliards²). Même si le printemps 2016 est plus favorable, le contexte, fait d'un possible Brexit, de doutes sur la Chine, d'élections américaines incertaines et de cours du pétrole en dents de scie offre une volatilité qui ne permet pas de redonner l'élan décisif, nécessaire au changement.

C'est tout le mérite de cette étude de mesurer de façon méthodique le tarissement de l'univers, de décrire ses conséquences et de proposer des solutions concrètes et simples à mettre en œuvre. Tout le monde en sortirait vainqueur, en premier lieu l'épargnant : quel investisseur sensé voudrait, en définitive, se passer du segment le plus performant de la cote depuis 15 ans et, depuis 3 ans, le moins volatil ?



DIDIER LE MENESTREL
Président-fondateur
La Financière de l'Echiquier



CAROLINE WEBER
Directrice générale
MiddleNext

1. *Initial public offering.*

2. « IPO Watch Europe Q1 2016 », PWC.



PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS

1 Performances boursières et économiques

- La nette surperformance des *Small* et *Mid* depuis 15 ans, tant au niveau paneuropéen qu'au niveau national, se confirme
- Les 3 dernières années révèlent un phénomène inédit : les niveaux de volatilité des segments *Small/Mid* et des *Large* inversent leur trajectoire
- Les performances économiques des *Small* et *Mid* coïncident avec les performances boursières : elles sont bien supérieures à celles des *Large*

2 Structure du marché européen

- La dynamique apportée par la cotation en bourse est réelle pour tous les segments
- Le nombre de sociétés cotées en Europe a cessé sa chute depuis deux ans
- Sur 10 ans, 20 à 25% des entreprises progressent vers le segment supérieur
- Les flux ascendants existant entre les quatre gisements de valeurs démontrent l'importance vitale des petites valeurs, qui en constituent la base, pour tout l'écosystème européen

3 Un appauvrissement inquiétant

- La structure du marché continue de favoriser les *Large* - une situation qui favorise le « vieillissement » et l'appauvrissement de la cote
- La contraction des *Micro* persiste, un signe inquiétant pour la vitalité de l'ensemble de l'écosystème
- Le risque d'un tarissement progressif des flux entre les segments reste entier à long terme si le redémarrage des introductions en bourse n'est pas plus significatif pour les *Micro/Small*



INTRODUCTION

Pour la seconde année consécutive, le panorama européen des petites et moyennes capitalisations (*Small* et *Mid cap*) de l'institut de recherche MiddleNext et de La Financière de l'Echiquier décrypte les grandes tendances de l'écosystème boursier européen et en analyse les dynamiques et les conséquences.

La **première édition**¹, publiée l'an dernier, avait permis de tirer **quatre enseignements majeurs** portant sur la période 2000-2014 :

- 1 les *Small* et *Mid* (« *Smids* ») ont généré, différentiel de risque pris en compte, **une surperformance boursière et économique** significative par rapport aux *Large*,
- 2 les *Large* – 7% des sociétés cotées mais 80% des volumes de transaction – sont le moteur économique de l'écosystème,
- 3 le nombre de *Large* cotées dépend de la dynamique des segments *Smids* : 50% des *Large* d'aujourd'hui étaient des *Smids* il y a 15 ans,
- 4 le nombre de *Small* cotées se contracte fortement depuis 2007, un risque à long terme pour l'écosystème boursier européen.

De ces quatre enseignements, nous avons dégagé une première conclusion : le marché financier est un écosystème assez classique dont l'avenir dépend des « jeunes pousses », c'est-à-dire de la dynamique des segments *Micro*, *Small* et *Mid*. Chaque partie prenante est interdépendante des autres, pour le plus grand profit de tous.

L'avenir à long terme de l'écosystème boursier dépend donc du nombre de *Small/Mid* cotées, tandis que le modèle économique à court terme de cet écosystème dépend du nombre de *Large* cotées.

Il est donc essentiel d'agir pour conserver cet équilibre d'interdépendance.

La 2^e édition de cette étude actualise et analyse les performances boursières (I) et économiques (II) de la classe d'actifs, ainsi que la structure du marché européen des *Small* et *Mid cap* (III) pour en dégager les grands enjeux. Des pistes d'amélioration concluent ce travail de recherche.

1. Vous pouvez consulter l'étude complète de l'an dernier sur les sites : www.lfde.com et www.middlenext.com



I. LA SURPERFORMANCE BOURSIÈRE DES *SMALL* ET *MID CAP* CONFIRMÉE

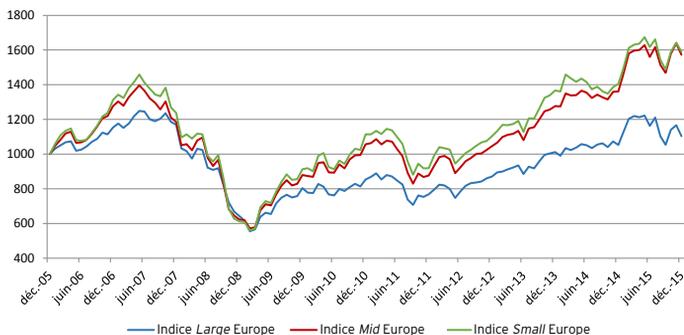
En 2015, les petites et moyennes valeurs ont confirmé leur suprématie en performance boursière depuis 10 ans... mais pas seulement : notre étude confirme en effet que le risque perçu par l'investisseur est le même entre les différents segments de la cote – un phénomène unique, contre-intuitif, et jamais observé jusqu'alors.

L'analyse qui suit est une mise à jour de la performance boursière comparée des différents indices *Small*, *Mid* et *Large*² sur 10 ans (du 31 décembre 2005 au 31 décembre 2015) ainsi que sur 3 ans (du 31 décembre 2012 au 31 décembre 2015). Elle s'appuie sur l'étude des différents indices européens, ainsi que sur celle des indices nationaux disponibles.

1. Les *Small* : toujours plus de performance... et aujourd'hui moins de risque !

Analyse des performances comparées sur 10 ans

Le graphique ci-dessous présente les performances comparées sur 10 ans³ des indices STOXX : l'indice *Large* 200 (capitalisation médiane de 24,2 milliards d'euros), l'indice *Mid* 200 (capitalisation médiane de 6,2 milliards d'euros) et l'indice *Small* 200 (capitalisation médiane de 3 milliards d'euros). Ils n'apparaissent pas ici en *total return*, c'est-à-dire qu'ils n'intègrent pas les dividendes réinvestis, car nous ne disposons pas de données sur 10 ans pour tous les indices utilisés.



2. Pour la méthodologie employée, se reporter page 51 de la présente étude.

3. Base 1 000 au 31 décembre 2005.



Small, Mid, Large : performances comparées sur 10 ans

Indices STOXX	Réconciliation avec les segments du Panorama	Performance cumulée	Performance annualisée	Volatilité	Maximum drawdown
Indice <i>Large</i> Europe	<i>Large</i>	10 %	1 %	15 %	-56 %
Indice <i>Mid</i> Europe	<i>Mid / Large</i>	57 %	4,6 %	17 %	-59 %
Indice <i>Small</i> Europe	<i>Mid</i>	59 %	4,8 %	18 %	-62 %

Source : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

Nos résultats s'inscrivent dans la lignée de ceux recueillis l'an dernier : d'une part, la **surperformance des indices *Small/Mid* se confirme** ; d'autre part, le niveau de risque, mesuré par la volatilité et le *maximum drawdown* (l'écart entre le point le plus haut et le point le plus bas), reste en défaveur de ces indices. Les écarts de performances sont cependant suffisamment importants pour absorber ce surplus de risque.

Analyse des performances comparées sur 3 ans

Pour apprécier les niveaux de performance entre les différentes classes d'actifs sur 3 ans, nous utilisons cette fois les indicateurs MSCI qui proposent quatre niveaux d'indices en Europe (*Large, Mid, Small* et *Micro* - ce dernier n'existant que depuis 2012). Notons que les segments de classification MSCI diffèrent des nôtres⁴. Précisons également que ces performances sont en *total return*, les résultats intégrant les dividendes réinvestis.

Micro, Small, Mid, Large : performances comparées sur 3 ans

Indices MSCI	Réconciliation avec les segments du Panorama	Performance cumulée	Performance annualisée	Volatilité	Maximum drawdown
Indice <i>Large</i> Europe	<i>Large</i>	39 %	11,5 %	13 %	-13 %
Indice <i>Mid</i> Europe	<i>Mid / Large</i>	55 %	15,8 %	12 %	-11 %
Indice <i>Small</i> Europe	<i>Small / Mid</i>	75 %	20,6 %	12 %	-8 %
Indice <i>Micro</i> Europe	<i>Micro / Small</i>	63 %	17,6 %	10 %	-7 %

Source : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

4. Les *Micro* MSCI regroupent les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 millions d'euros, même si l'indice reste plutôt cohérent avec nos définitions compte tenu d'une capitalisation moyenne/médiane se situant autour de 100 millions d'euros. L'indice *Small* comprend des sociétés allant de 500 à 5 000 millions d'euros environ, avec au final une capitalisation moyenne/médiane autour de 1 000 millions d'euros. Quant aux indices *Mid* et *Large*, ils correspondent à notre définition des *Large* (+5 000 millions d'euros). Pour le rappel de qualification des différents segments *Large, Mid, Small, Micro*, reportez-vous en page 51 de cette étude.



Les performances des indices restent largement en faveur des *Small/Mid*, ces dernières grimpant une nouvelle fois sur la plus haute marche du podium, suivies des *Micro/Small* et enfin, des *Mid/Large*. Il est également intéressant de constater que la segmentation de MSCI présente des résultats sensiblement supérieurs pour l'indice *Mid* par rapport à celui des *Large*.

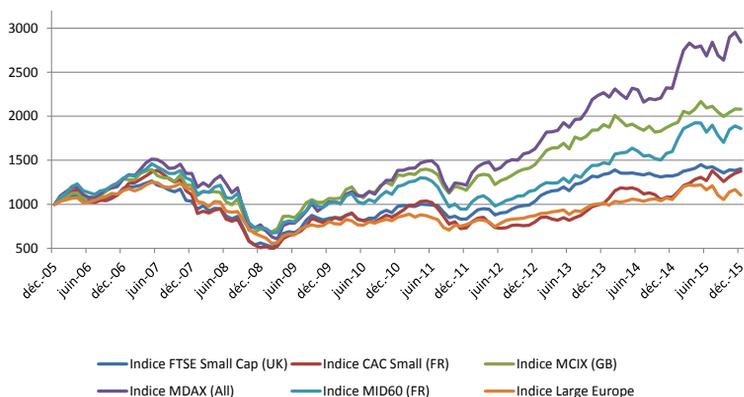
L'évolution la plus remarquable réside dans l'**inversion du niveau de volatilité** : ces 3 dernières années, les *Large* ont été la classe d'actifs la plus risquée et les *Micro* la moins volatile. Une constatation visible tant au niveau de volatilité que des *maximum drawdowns*. **Ce phénomène, qui va à l'encontre des théories financières classiques, est unique au cours des 15 dernières années en Europe.**

Ces résultats sont similaires sur la même période en utilisant les indices STOXX.

2. Les indices nationaux : avantage Allemagne

Analyse des performances comparées sur 10 ans

Observons à présent les performances par pays, en nous focalisant sur le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France, qui regroupent 51 % des sociétés européennes cotées, toutes catégories confondues⁵.



5. Les indices de référence que nous avons sélectionnés sont les indices des bourses locales. Pour les *Mid*, le CAC *Mid* en France, le MDAX en Allemagne et le FSTE 250 au Royaume-Uni (base 1000 au 31 décembre 2005) présentent une capitalisation médiane similaire autour de 3 000 millions d'euros. Pour les *Small*, il s'agit du CAC *Small* en France et du FTSE *Small Cap* pour le Royaume-Uni, avec des capitalisations médianes comprises entre 150 et 300 millions d'euros. Base 1 000 au 31 décembre 2005.



Comparaison indices nationaux vs indices européens sur 10 ans

Indices	Performance cumulée	Performance annualisée	Volatilité	Maximum <i>drawdown</i>
<i>Large</i> Europe	10%	1%	15%	-56%
<i>Mid</i> Allemand	184%	11%	21%	-60%
<i>Mid</i> Royaume-Uni	108%	7,6%	17%	-51%
<i>Mid</i> France	86%	6,4%	18%	-54%
<i>Small</i> Royaume-Uni	40%	3,4%	17%	-59%
<i>Small</i> France	38%	3,2%	19%	-65%

Source : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

Que voit-on ? Sur les 10 dernières années, la structure des résultats reste similaire, avec une **confortable surperformance des indices *Small* et *Mid* nationaux par rapport au *Large*** (STOXX Europe). Le *Mid* allemand domine largement les autres indices, tandis que les *Small* sont significativement moins performantes que les *Mid*. Pour citer quelques références nationales, le CAC 40 (*Large*/France) affiche une performance de -1,7 %, le DAX (*Large*/Allemagne) de +98,6 % et le Footsie (*Large*/Royaume-Uni) de +11,1 %. Un univers de *Large* dans lequel l'Allemagne fait donc figure d'exception.

Sur les échelles de risque, la hiérarchie reste classique, avec une volatilité moindre pour l'indice *Large*.

Analyse des performances comparées sur 3 ans

Comparons ensuite les performances boursières sur les 3 dernières années. Notre analyse repose sur les mêmes indices nationaux. Nous disposons toutefois ici de l'historique *total return* pour tous les indices, c'est-à-dire que nos résultats intègrent les dividendes réinvestis.

Comparaison indices nationaux vs indices européens sur 3 ans

Indices	Performance cumulée	Performance annualisée	Volatilité	Maximum <i>drawdown</i>
<i>Large</i> Europe	38 %	11,3 %	13 %	-13 %
<i>Mid</i> Allemagne	84 %	22,6 %	14 %	-7 %
<i>Mid</i> Royaume-Uni	52 %	15,1 %	11 %	-7 %
<i>Mid</i> France	71 %	19,6 %	13 %	-10 %
<i>Small</i> Royaume-Uni	46 %	13,5 %	8 %	-6 %
<i>Small</i> France	79 %	21,5 %	13 %	-11 %

Source : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier



Le constat est clair : **les performances restent largement en faveur des indices Small et Mid**, le Royaume-Uni étant distancé.

Cette moindre performance des indices *Mid* et *Small* britanniques par rapport à leurs équivalents allemands et français se concentre sur 2015 : le poids important des sociétés liées aux matières premières a pu peser sur ces indices. Les importants retraits effectués, depuis septembre 2015, par les investisseurs américains en prévision d'un éventuel Brexit est un autre élément d'explication.

Concernant la structure de risque, nous constatons le même alignement, avec des niveaux de volatilité équivalents, voire inférieurs, pour les indices *Mid* et *Small*, ce qui confirme notre analyse à l'échelle européenne. Les niveaux de *maximum drawdown* sont également étonnamment inférieurs.

Il sera pertinent d'observer ces tendances dans la durée : les semestres à venir confirmeront la nature conjoncturelle ou structurelle de ce phénomène.

3. L'alignement du risque : un phénomène conjoncturel ?

Nous l'avons souligné, **le nivellement de la volatilité entre les différents indices est un phénomène inédit en Europe**. Comment l'expliquer ? Trois facteurs peuvent être avancés :

- **la politique de taux « sans risque »** proches de zéro menée par la Banque centrale européenne (BCE). Initiée en 2010, cette politique coïncide avec les premiers signes de l'alignement des niveaux de risque en Europe. La « sécurité » n'étant pas rentable, la bourse ne la valorisant plus, les primes de risque se sont alignées en conséquence ;
- **la moindre exposition des petites et moyennes valeurs aux turbulences économiques mondiales**, notamment aux pays émergents - Chine en tête. La croissance chinoise a été perçue, notamment en 2015, comme un facteur de stress majeur par les marchés, et a essentiellement impacté la performance boursière des grandes capitalisations ;
- **les mouvements des Exchange-Traded Funds (ETF)**, qui concernent essentiellement les *Large*. Les fonds indiciels cotés représentent 3,4% des actifs sous gestion en Europe en décembre 2015⁶ et 9,3% des volumes, soit un ratio de mouvement de 1 pour 3. Par déduction, la gestion active représente 96,6% des actions sous gestion et 90,7% des volumes, soit un ratio inférieur à 1. Sans disposer de données scientifiques sur ce sujet, nous savons que les ETF sont essentiellement concentrés sur les actifs ultra liquides et que les petites et moyennes valeurs ne sont pas concernées par ces produits. Selon une étude⁷ menée par Kepler Cheuvreux sur

6. Source : *European Monthly ETF Market Review*, Deutsche Bank

7. Source : *Quant Trading Guide*, 2016



les indices *Large*, le taux de corrélation au sein du DJ STOXX 50 a atteint, en 2015, un sommet, dépassant les précédents niveaux de stress de 2008 et 2011. Or, plus la corrélation des sociétés composant un indice est élevée, plus les mouvements de chute (*drawdowns*) sont importants. Il semble donc que la progression des ETF au sein des actifs sous gestion, même faible, génère un surcroît de volatilité (facteur de 3) et un accroissement du taux de chute potentielle – deux facteurs clés de perception du risque.

S'agit-il d'un phénomène transitoire ou d'une nouvelle donne pérenne ? Nous resterons particulièrement attentifs à cette question au cours des prochaines années.

À RETENIR

- 1 La confirmation de la nette surperformance des *Small* et *Mid* depuis 15 ans, tant au niveau paneuropéen qu'au niveau national
- 2 L'inversion des niveaux de volatilité entre les *Smids* et les *Large* sur les trois dernières années, un phénomène inédit
- 3 Une des raisons de ce phénomène : le poids des ETF dans la volatilité des *Large*



II. SMALL ET MID CAP : PERFORMANCE BOURSIÈRE = PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ?

Après avoir analysé la performance boursière des *Small* et *Mid*, et révélé la nette surperformance des petites et moyennes valeurs sur la période 2005-2015, analysons à présent leur comportement économique et le lien éventuel avec leur performance boursière.

1. Un échantillon révélateur

Le suivi de la performance économique des sociétés européennes sur 10 ans – de 2005 à 2015 – a nécessité la construction d'un échantillon composé de sociétés présentant des modèles économiques similaires et constants sur la période⁸. Le tableau ci-dessous vous livre la photographie de l'univers de notre étude et de l'échantillon analysé.

Univers au 31/12/2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	50%	27%	15%	9%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
Echantillon en 2005	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	892	595	326	211	2025
en % du panel	44%	29%	16%	10%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	49 459	252 044	731 606	4 674 712	5 707 821
en %	0,9%	4,4%	12,8%	81,9%	100%
Echantillon en 2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	789	569	376	290	2 025
en % du panel	39%	28%	19%	14%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	42 580	245 394	906 004	7 271 605	8 465 582
en %	0,5%	2,9%	10,7%	85,9%	100%
Variation en nombre de valeurs	-103	-26	+50	+79	0
en %	-12%	-4%	+15%	+37%	0%
% panel vs univers en 2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
En nombre de valeurs	30%	40%	48%	63%	35%
En % capitalisation	36%	42%	51%	72%	65%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

8. Pour construire cet échantillon, nous avons pris pour base les sociétés européennes cotées fin 2015 de plus de 5M€ de capitalisation boursières (5 284 sociétés). Seules 2 025 sociétés sur les 5 284 de notre base initiale sont éligibles sur la période.



L'évolution de cet échantillon à périmètre constant sur 10 ans révèle nettement le **phénomène de vases communicants** existant entre les différents segments. Il révèle également la **contraction des segments Micro et Small au profit des segments Mid et Large**, ce dernier segment affichant une progression de près de 40% en nombre de valeurs.

2. Performances économiques de l'échantillon (2005-2015)

Regardons à présent les principaux chiffres de ces 2 025 sociétés de deux façons :

- d'abord **en agrégeant les chiffres**, comme s'il s'agissait d'une seule et même société, afin de mesurer l'impact économique global - c'est le tableau 1 ci-dessous :

Tableau 1 - Données économiques agrégées (en milliards d'euros)

Agrégé -	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CA	5611,3	5998,0	6462,8	5723,5	6426,3	7091,2	7477,9	7259,1	7427,0	7548,9
Var CA	10,0%	6,9%	7,7%	-11,4%	12,3%	10,3%	5,5%	-2,9%	2,3%	1,6%
ROC	642,4	706,0	702,0	553,1	688,7	778,0	737,4	680,8	684,0	628,1
Marge	11,4%	11,8%	10,9%	9,7%	10,7%	11,0%	9,9%	9,4%	9,2%	8,3%
Capi	6611,1	7049,7	4069,6	5340,9	6204,8	5620,1	6334,7	7462,9	7746,7	8465,6
Gearing	50,4%	52,3%	64,2%	60,7%	49,6%	51,5%	52,0%	49,4%	49,8%	51,6%
Invest ind %CA	-7,2%	-7,2%	-7,4%	-7,4%	-6,5%	-6,4%	-6,6%	-6,5%	-6,5%	-6,6%
VE / CA	1,41	1,42	0,90	1,24	1,22	1,04	1,10	1,28	1,29	1,39
VE/ROC	12,34	12,06	8,31	12,81	11,41	9,52	11,11	13,60	14,05	16,75
P/AN	2,53	2,52	1,48	1,86	1,86	1,62	1,77	2,06	2,07	2,13

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

- en utilisant ensuite les données médianes** afin de pouvoir valider les tendances avec une approche plus fine (tableau 2).

Tableau 2 - Données économiques médianes (en millions d'euros)

Médian - M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires	238,3	264,0	270,7	251,9	269,9	304,2	316,3	310,7	320,9	350,1
Var CA	11,1%	9,0%	3,8%	-5,9%	8,6%	7,1%	4,7%	-0,5%	3,6%	7,3%
ROC ⁹	18,7	22,4	19,6	11,9	17,2	18,8	17,7	17,9	20,0	22,1
Marge	7,9%	8,5%	7,2%	4,7%	6,4%	6,2%	5,6%	5,8%	6,2%	6,3%
Capi	261,7	246,6	118,1	166,7	210,2	169,4	188,0	254,2	262,2	302,7
Gearing	20,8%	24,8%	30,6%	24,6%	19,9%	21,7%	20,7%	19,3%	19,3%	19,2%
Invest ind % CA	-3,8%	-3,8%	-3,8%	-2,9%	-2,7%	-3,0%	-2,9%	-2,8%	-2,9%	-3,0%
VE / CA	1,32	1,15	0,65	0,90	0,97	0,78	0,87	1,06	1,04	1,11
VE/ROC	12,87	11,11	7,14	9,99	10,91	9,16	10,21	12,68	12,20	12,95
P/AN	2,38	2,05	0,99	1,36	1,54	1,20	1,35	1,67	1,61	1,79

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

9. ROC : résultat opérationnel courant.



Quels enseignements ces données livrent-elles ?

- **Le cycle croissance / crise / reprise** suit son cours jusqu'en 2011. En 2012, la croissance fléchit brutalement ; la récession est sensible en 2013 (en données agrégées et médianes). 2014 et 2015 renouent avec la reprise, marquée toutefois par une forte disparité sur deux indicateurs : les données agrégées présentent une faible progression et en décélération, alors que les données médianes affichent une croissance dynamique et en accélération. Statistiquement, cette disparité révèle des progressions d'activité des plus petites sociétés relativement fortes.
- **L'évolution du niveau de marge opérationnelle** et par conséquent du niveau de **résultat opérationnel courant** est en revanche plus consensuelle : en agrégé, les marges baissent et le volume de résultat opérationnel généré en 2015 est le plus bas sur notre historique (en dépit d'une progression du volume de 47% du volume agrégé et de 70% du volume médian). L'effondrement des résultats des pétrolières a indéniablement un impact significatif sur ces données agrégées. Cependant, la pression est également particulièrement visible, avec un résultat opérationnel médian de 22 millions d'euros en 2015, soit le niveau de 2007 !
- **Les niveaux de capitalisation** sont en revanche au plus haut, poussant les multiples de VE/ROC au sommet, que ce soit sur les données agrégées ou sur les données médianes. Les multiples de structures (VE/CA et P/AN) restent en dessous des pics de 2006/2007 mais au niveau supérieur de la période étudiée, alors que les niveaux de croissance et de marge ne sont pas les mêmes qu'il y a 10 ans.

3. Performance économique = performance boursière

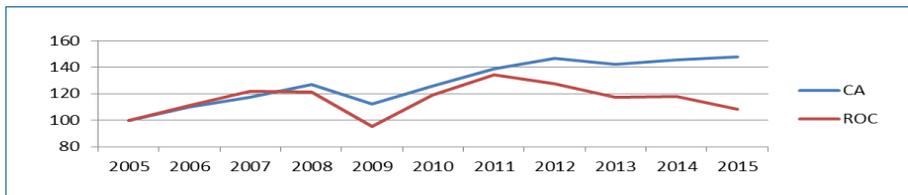
L'analyse des performances boursières en Europe l'a démontré dans notre première partie : les performances des indices des valeurs moyennes sont nettement supérieures à celles des indices des grandes sociétés. Cette surperformance se vérifie-t-elle au niveau économique ? Pour analyser les performances économiques, et parce que nous avons homogénéisé notre échantillon, nous avons choisi comme indicateur de tri le chiffre d'affaires, en lieu et place de la capitalisation boursière, tout en conservant les mêmes fourchettes.

Afin d'obtenir la comparaison la plus simple et la plus lisible possible, nous avons restreint le nombre d'indicateurs économiques utilisés : pour chacun des quatre segments¹⁰, nous avons retenu le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel, recalculés en base 100 en 2004, et choisi comme indicateur de performance la capitalisation boursière.

10. Le principe de construction des segments est tout aussi simple : nous utilisons le volume d'activité de 2005 pour générer les quatre segments dont le nombre de sociétés reste constant sur la période étudiée (2005/2015).

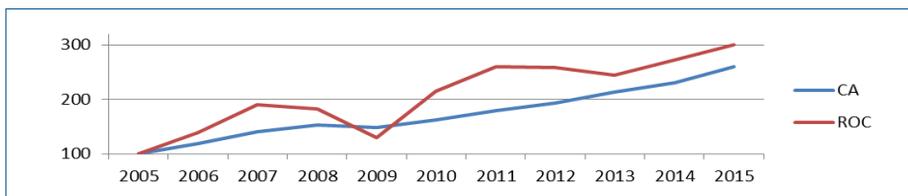


Le panel dans son intégralité



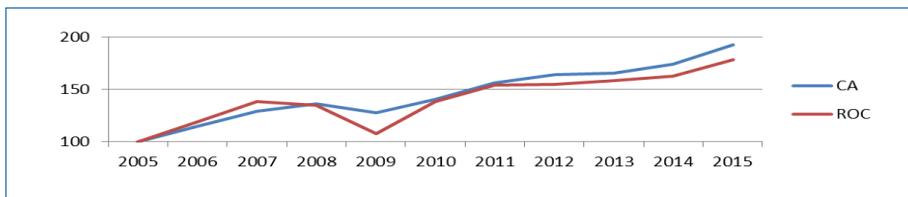
Le volume d'activité stagne depuis 2012. L'évolution du résultat opérationnel agrégé retombe quasiment à son niveau de 2005 en base 100. Nous verrons plus loin que les *Large* pèsent ici de tout leur poids, et tirent ces deux indicateurs vers le bas.

Le segment des *Micro*



Le niveau d'activité et du résultat opérationnel du segment des *Micro* révèle le dynamisme de cette classe d'actifs. Les indices de performances terminent 2015 sur un niveau compris entre 280 et 300, soit un triplement en 10 ans.

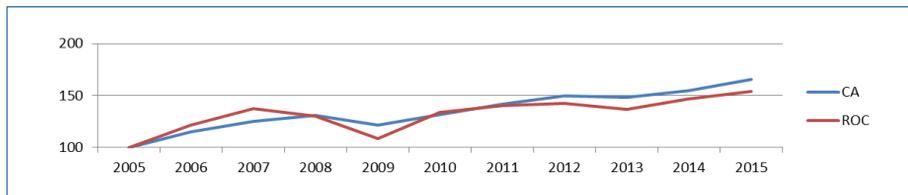
Le segment des *Small*



Comme les *Micro*, les performances des *Small* sont remarquables avec des indices qui frôlent le doublement sur 10 ans et montrent une bonne résilience dans les phases de stress (2009 et 2013).

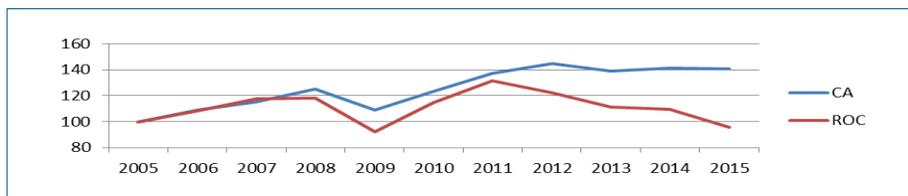


Le segment des *Mid*

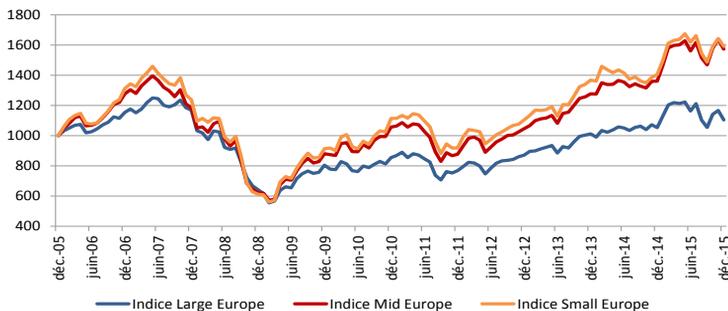


La taille des entreprises augmente encore d'un cran : les courbes s'aplatissent mais les tendances restent excellentes sur la période pour ce sous-panel de *Mid*.

Le segment des *Large*



Pour les *Large* européennes, l'indice d'activité stagne à partir de 2012, l'indice de résultat opérationnel s'effondre et tombe en 2015 en dessous de son niveau de 2005. Ce graphique consolidé masque des situations très diverses, il explique tout de même les écarts de performances boursières contrastées entre les *Large* et les autres segments de la cote.



Nous remettons le graphique des performances boursières des indices *Small*, *Mid* et *Large* ci-dessus.



Les chiffres parlent d'eux-mêmes : **la hiérarchie des performances économiques coïncide bien avec celle des performances boursières**. Les segments *Small* et *Mid* sont les plus dynamiques économiquement. Alors que les quatre segments sont relativement homogènes fin 2005, les différentiels de croissance économique aboutissent, dix ans plus tard, à une configuration très différente.

Prenons le temps de les analyser un par un.

2005		2015		
<i>Micro</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>
884	662	214	7	1
	75%	24%	1%	0%
<i>Small</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>
612	37	411	160	4
	6%	67%	26%	1%
<i>Mid</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>
320	4	16	237	63
	1%	5%	74%	20%

Le pourcentage d'entreprises se hissant au segment supérieur est substantiel : de l'ordre de 20 à 25%. Il souligne **l'importance du nombre de sociétés cotées** et par conséquent **la nécessité de disposer d'un réservoir de *Micro/Small* conséquent** afin de faire croître le nombre de *Mid/Large*, vital pour l'ensemble de l'écosystème. Pour illustrer autrement le propos : si l'on comparait le marché financier à une entreprise, les *Small* seraient l'équivalent des produits R&D, tandis que les *Mid/Large* seraient les produits matures qui assurent le chiffre d'affaires et la rentabilité de la société.

Ce phénomène de croissance concerne également les grandes valeurs, comme en témoigne le tableau ci-dessous, illustrant la répartition du segment *Large* par tranches de chiffre d'affaires, en 2005 et 10 ans plus tard.

Evolution du nombre de *Large* par tranches de chiffre d'affaires

	<i>Large</i>	3/5Md€	5/10Md€	10/20Md€	+20Md€
31/12/2005	208	0	93	57	58
31/12/2015	208	12	41	66	89



A périmètre constant, la progression des sociétés réalisant plus de 5 milliards d'euros de chiffres d'affaires en 2005 est nette : l'attrition de la base de ce segment (la fourchette 5/10Md€) est forte, au profit des segments supérieurs. **En dix ans, le nombre d'entreprises réalisant plus de 20 milliards d'euros de chiffre d'affaires a progressé de 53%** au sein de notre échantillon.

Ces chiffres mettent en lumière deux idées :

- **la dynamique apportée par la cotation en bourse joue également pour les grands groupes,**
- **le *stock-picking* est fondamental pour les petites et moyennes valeurs.**

Rappelons en effet que les indices *Large* sous-performent, alors que le dynamisme de certaines de ces grandes valeurs est remarquable. Le poids de certaines valeurs dans les indices *Large* écrase les performances des entreprises plus dynamiques, soulignant l'importance stratégique du *stock-picking* pour l'univers des *Large* également.

La comparaison des résultats opérationnels courants de 2005 et 2015 oppose clairement certains secteurs, tels que l'énergie (BP, Royal Dutch, ENI, Total...), les télécommunications (Vodafone, Orange, Telecom Italia, Telefonica,...), les laboratoires pharmaceutiques (AstraZeneca par exemple) ou encore dans la grande distribution (Carrefour SA), à certaines entreprises, qui, à l'image de Roche Holding, Bayer, LVMH ou Air Liquide, créent à la fois de la richesse et de la valeur.



À RETENIR

- 1 Les performances économiques des *Small* et *Mid* coïncident avec les performances boursières : elles sont bien supérieures à celles des *Large*
- 2 La dynamique apportée par la cotation en bourse est réelle pour tous les segments
- 3 Sur 10 ans, 20 à 25% des entreprises progressent vers le segment supérieur
- 4 Les flux ascendants existant entre les quatre gisements de valeurs démontrent l'importance vitale des petites valeurs, qui en constituent la base, pour tout l'écosystème européen



III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : TOUT SUR LES *LARGE* !

L'étude de l'an dernier relevait le hiatus criant entre le nombre de *Small* et *Mid* et leur poids en termes de capitalisation boursière, ainsi que le mouvement de toute la structure pour favoriser les *Large*. Un mouvement « naturel » puisque ce sont ces dernières qui financent une industrie financière rémunérée par les volumes – 1 000 sociétés génèrent 95% du chiffre d'affaires du secteur. Mais un mouvement potentiellement destructeur à long terme, car les *Small* et *Mid* nourrissent l'écosystème. Rendre plus difficile l'éclosion des jeunes pousses ou le chemin des *Small* vers les *Large* risque de favoriser l'inertie de notre univers et de multiplier les conséquences négatives pour l'attractivité et la puissance de l'industrie financière en Europe.

Comment cette tendance, observée depuis 2007, a-t-elle évolué en 2015 ?

1. Photographie du marché européen : 1^{er} janvier 2014 vs 1^{er} janvier 2016¹⁰

01/01/2014	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	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%
En nombre de valeurs	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	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%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

01/01/2016	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
En nombre de valeurs	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Royaume-Uni	27%	30%	27%	24%	28%
Allemagne	12%	10%	10%	12%	11%
France	13%	11%	10%	15%	12%
Sous-total	53%	51%	47%	51%	51%
Autres pays	47%	49%	53%	49%	49%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

10. Nous avons instauré un seuil minimal (5M€) pour rester aussi exhaustifs que possible. Nous utilisons le siège social de l'entreprise pour déterminer son appartenance à un pays - le critère de la place de cotation étant un choix tactique de la part des entreprises.



Après une baisse importante entre 2007 et 2013 (-20%), **le nombre de sociétés européennes cotées a progressé ces deux dernières années** (de 5 090 à 5 284). C'est une bonne surprise car la faible dynamique des opérations de fusions/acquisitions laissait craindre une nouvelle baisse.

Néanmoins, ce mouvement favorise essentiellement les *Large* : **il n'y a jamais eu autant de grandes valeurs cotées sur le marché européen, et la capitalisation globale du marché n'a jamais été aussi haute.**

La structure du marché européen se rapproche de celle de l'an 2000, avec des *Micro* qui pèsent moins d'1% et des *Large* qui dépassent 80% de la capitalisation européenne (82,4% en 2000 vs 77,6% en 2007).

Quant à **la répartition géographique du marché**, elle évolue de façon disparate selon les pays :

- le Royaume-Uni maintient sa part de marché,
- l'Allemagne perd 2 points de parts de marché (en nombre de sociétés cotées) au profit des autres pays européens, mais son poids reste stable en pourcentage de la capitalisation européenne (-0,3% à 13%),
- la France conserve sa part de marché grâce aux *Micro*, mais perd du terrain sur tous les autres segments. Elle est également stable en pourcentage de la capitalisation européenne (14,4%).

2. Quels enseignements tirer des entrées / sorties de la cote en 2014 et 2015 ?

Notre première information clé concerne donc la progression du nombre de sociétés européennes cotées de quelque 194 sociétés en deux ans - une première depuis 2007.

Regardons de manière plus détaillée les sociétés entrantes, les sociétés sortantes et le solde. Où les introductions en bourse ont-elles lieu ? Sur quel segment de la cote ? De quels segments de la cote les retraits sont-ils originaires ?



Nombre de sociétés cotées au 31/12/2013	5 090
Sociétés sorties en 2014 et 2015	-493
Sociétés cotées en 2014 et 2015	682
Ajustement +/- du seuil de 5M€ de capitalisation ¹¹	5
Nombre de sociétés cotées au 31/12/2015	5 284
Solde 2014/2015	194

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Les 682 sociétés entrantes se répartissent de la manière suivante :

Entrantes 2014/2015	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	382	192	92	16	682
en %	56%	28%	13%	2%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	16 643	80 414	183 941	147 491	428 489
en %	4%	19%	43%	34%	100%
En nombre de valeurs	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Royaume-Uni	21%	33%	29%	13%	26%
Allemagne	6%	6%	8%	19%	6%
France	13%	3%	9%	6%	9%
Sous total	40%	42%	46%	38%	41%
Autres pays	60%	58%	54%	63%	59%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Répartition des 493 sociétés qui ont quitté la cote en 2014 ou 2015 :

Sortantes 2014/2015	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	350	99	33	11	493
en %	71%	20%	7%	2%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	13 620	43 462	65 334	102 281	224 696
en %	6%	19%	29%	46%	100%
En nombre de valeurs	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Royaume-Uni	29%	26%	30%	27%	28%
Allemagne	22%	13%	3%	27%	19%
France	7%	12%	6%	9%	8%
Sous total	58%	52%	39%	64%	55%
Autres pays	42%	48%	61%	36%	45%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

11. L'ajustement de (sociétés sur le seuil des 5M€ n'est qu'un solde. En réalité, ce sont près de 200 sociétés qui sont passées sous le seuil des 5M€ entre 2013 et 2015, et donc 205 sociétés qui ont suivi le chemin inverse.



Le solde des introductions, les sorties de bourse déduites, augmenté des transferts d'un segment vers l'autre :

Variation du nombre de sociétés entre 2013 et 2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
Sorties de cotation	-350	-99	-33	-11	-493
Introduction en bourse	382	192	92	16	682
Mouvement net en provenance des autres segments ¹²	-142	43	34	70	5
Solde net	-110	136	93	75	194
Solde net par pays	Micro	Small	Mid	Large	Total
Royaume-Uni	-82	56	30	19	23
Allemagne	-83	10	8	10	-55
France	12	13	6	7	38
Sous-total	-153	79	44	36	6
Autres pays	43	57	49	39	188

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Qu'observe-t-on à partir de ces tableaux de données ?

Ces chiffres nous livrent **3 enseignements majeurs** :

- **93% des nouvelles Large proviennent des segments Small et Mid**, soulignant une fois encore l'importance de ces segments pour la progression du marché européen. Notons que ce constat est spécifique à l'Europe : en France, par exemple, toutes les sociétés du CAC40 proviennent d'entreprises anciennes, contrairement aux Etats-Unis, « où seule une faible fraction des 100 plus grandes capitalisations boursières existaient il y a cinquante ans »¹³ ;
- **les Micro souffrent toujours d'un solde négatif** de 110 sociétés, portant la baisse du nombre de Micro cotées, depuis le pic de 2007, à 708 sociétés. Ce segment dépend certes exclusivement des nouvelles introductions et constitue un véritable réservoir à acquisitions. Cependant la persistance d'une variation négative, après plusieurs années de marché haussier, prouve que la tendance devient structurelle ;
- **le solde net des trois grands pays qui pèsent encore 50% du marché européen est presque nul** (+6 valeurs) : 97% de la progression du nombre de société cotées proviennent des autres pays européens.

2014/2015 marque donc un solde (introductions-retraits) positif, le premier depuis 2007, et c'est assurément une bonne nouvelle. L'Allemagne est en baisse, la France et le Royaume-Uni conservent leurs parts de marché, tandis que le reste de l'Europe représente 97% des nouvelles cotations.

12. Ces mouvements correspondent aux sociétés toujours cotées mais qui ont changé de segment (Small vers Mid ou Mid vers Small par exemple) ou franchi, à la hausse ou à la baisse, le seuil des 5M€ de capitalisation boursière.

13. *Economie du Bien commun*, Jean Tirole, Presses universitaires de France (PUF), 2016.



3 - Le vieillissement de la cote : phénomène conjoncturel ou structurel ?

Nous pensons que le rebond de 2013/2014 n'est pas de nature à enrayer le mouvement auquel nous assistions depuis 2007 et qui, à l'image d'une pyramide des âges, révèle un « vieillissement » des sociétés européennes cotées en bourse.

01/01/2000	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	1407	1093	461	291	3252
en %	43,3%	33,6%	14,2%	8,9%	100%
Capitalisation 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	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	3 342	1 627	726	406	6 101
en %	54,8%	26,7%	11,9%	6,7%	100%
Capitalisation 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	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	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%

01/01/2016	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée(M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Plusieurs raisons à cela.

Les sociétés cotées ont dépassé, courant 2015, le pic de 2007 en termes de valorisation boursière et présentent le nombre de grandes valeurs le plus important jamais atteint, avec 459 sociétés capitalisant plus de 5 milliards d'euros et représentant une capitalisation agrégée de plus de 10 000 milliards d'euros. En 15 ans, la capitalisation boursière des sociétés européennes cotées a progressé de 42% notamment grâce au dynamisme des segments *Micro/Small/Mid* qui ont nourri le segment des *Large*.



Le phénomène de vieillissement des sociétés cotées se poursuit depuis 2007 – un phénomène visible à la fois dans la progression des compartiments *Mid* et *Large* qui atteignent un pic (en nombre et en capitalisation agrégée) nourris par les transferts d'un compartiment à l'autre, alors même que la performance des indices a été soutenue au cours de ces 2 années.

En bout de chaîne, le compartiment des *Micro*, qui dépend uniquement des introductions en bourse, continue de se contracter en raison du nombre de sorties plus important, qu'elles soient liées à des opérations de fusions-acquisitions ou à la croissance d'entreprises basculant dans le compartiment des *Small*. **Ce segment se contracte depuis 8 ans et atteint deux « plus bas » depuis le pic de 2007, en nombre et en capitalisation agrégée.**

Les *Small* marquent un rebond par rapport au point bas de 2014, profitant donc d'un flux d'introductions en bourse et d'un flux du compartiment *Micro*. Elles restent toutefois en-deçà du pic de 2007 à la fois en nombre et en capitalisation.

Ce rebond ne permet donc pas d'endiguer à ce stade le phénomène de rétrécissement de la base de la pyramide (*Micro/Small*) que nous observons depuis 2007 et qui va nécessairement impacter le haut de la pyramide (*Mid/Large*) dans le temps.

4 - Bilan et projection

Le nombre de sociétés européennes cotées a endigué au cours des 2 dernières années sa décline observée depuis 2007. Cette stabilisation est la bienvenue même si **la diminution du segment des *Micro* se poursuit depuis 2014**, en nombre d'entreprises comme en capitalisation. Fin décembre 2015, il accusait une baisse de plus de 20% par rapport à 2007.

Les compartiments *Mid* et *Large* continuent de percevoir le bénéfice de la forte croissance des compartiments *Micro/Small* des années 2000. L'inertie étant très forte, ce mécanisme devrait perdurer au cours des prochaines années. Les *Micro/Small* cotées au cours des 10-15 dernières années vont continuer d'apporter un flux de belles histoires de croissance au cours des prochaines années et faire progresser le nombre de *Mid/Large*. **Le risque d'un tarissement progressif de ce flux reste cependant entier** à plus long terme si le redémarrage des introductions n'est pas plus significatif sur ces segments *Micro/Small*.

La bonne nouvelle est que ce phénomène devrait avoir un impact positif sur le volume d'activité du marché financier. En effet, la progression des capitalisations s'accompagne d'une croissance des volumes de transactions et donc du courtage pour les sociétés



de bourse. La baisse des taux de courtage a masqué ce phénomène entre 2000 et 2010, mais il semblerait que depuis 2010 la situation se soit globalement stabilisée sur ce point. Rappelons qu'une industrie d'intermédiation solide est indispensable au bon fonctionnement de l'économie européenne.

À RETENIR

- 1 Le nombre de sociétés européennes cotées a **endigué sa décline** observée depuis 2007
- 2 **La structure du marché continue de favoriser les *LARGE*** - une situation qui favorise le « vieillissement » et l'appauvrissement de la cote
- 3 **La contraction des *Micro* persiste**, un signe inquiétant pour la vitalité de l'ensemble de l'écosystème
- 4 **Le risque d'un tarissement progressif des flux entre les segments reste entier à long terme** si le redémarrage des introductions en bourse n'est pas plus significatif pour les *Micro/Small*



FOCUS PAR PAYS

FRANCE : ATTENTION À L'ÉROSION DES *MICRO*

Performance boursière : la palme aux *Small*

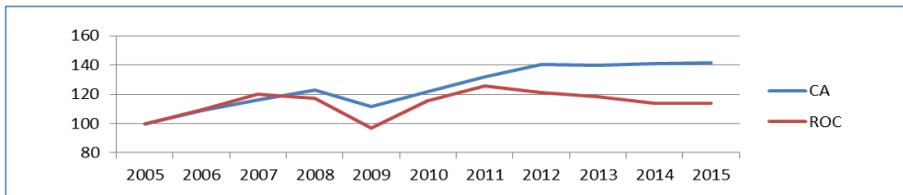
France - performances boursières des différents segments

Indices 3 ans	Performance	Performance annualisée	Volatilité	Maximum <i>drawdown</i>
<i>Large Europe</i>	38 %	11,3 %	13 %	-13 %
<i>Large France</i>	41 %	12 %	15 %	-12 %
<i>Mid France</i>	69 %	19,2 %	13 %	-11 %
<i>Small Europe</i>	79 %	21,5 %	13 %	-11 %

Comme ailleurs en Europe, les indices *Small* et *Mid* de la France font montre d'une forte baisse des niveaux de risque (volatilité et maximum *drawdown*). L'autre élément notable de ces 3 dernières années¹⁴ est la performance des *Small*, supérieure à celle des *Mid*. Cette configuration, plutôt rare, est liée à un rattrapage des *Small*. Sur 5 ans, les performances des deux segments sont équivalentes.

Performance économique : les *Large* en résistance

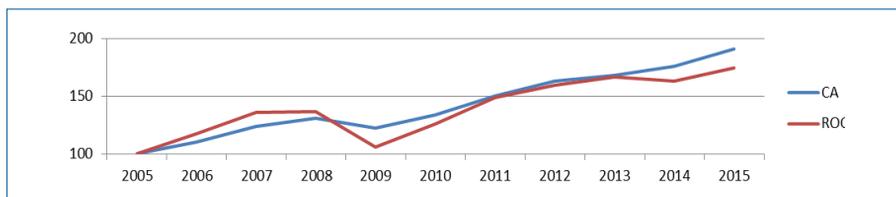
France - tous segments



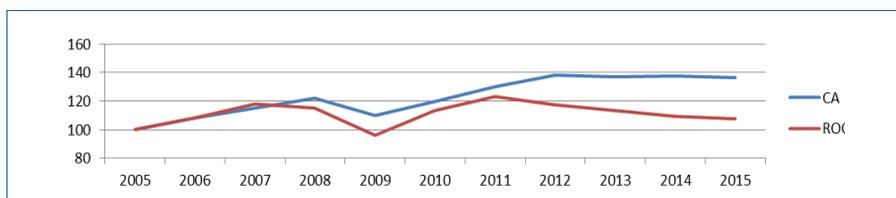
14. Au 31 décembre 2015.



France - *Small*



France - *Large*



Le comportement des valeurs françaises est globalement identique à celui de autres sociétés européennes. On observe toutefois une meilleure résistance des *Large*s françaises, qui se traduit par une légère surperformance boursière du CAC 40 par rapport à l'indice *Large* Europe.

Structure du marché français : le vieillissement de la cote en marche

France - structure et part de marché européenne

31/12/2015	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
France					
En nombre de valeurs	13%	11%	10%	15%	12%
En poids (% capitalisation)	13%	11%	10%	15%	14%
France : entrées - sorties 2014/15	12	13	6	7	38



La France conserve son rang et reste positive sur tous les segments de la cote, en 2014-2015, en termes d'entrées et de sorties. En revanche, la baisse du nombre de sociétés comparée au pic de 2007 est de l'ordre de 13%, dont -20% pour les seules *Micro*.

LE ROYAUME-UNI : UN MARCHÉ SOUS-PERFORMANT

Performance boursière : *the rise of Small and Mid*

Royaume-Uni - performances boursières des différents segments

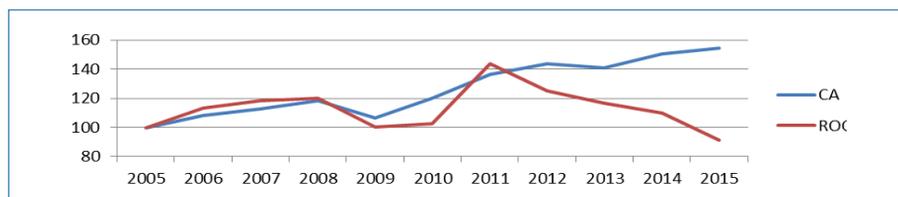
Indices 3 ans	Performance	Performance annualisée	Volatilité	Maximum drawdown
<i>Large Europe</i>	38 %	11,3 %	13 %	-13 %
<i>Large Royaume-Uni</i>	18 %	5,7 %	12 %	-12 %
<i>Mid Royaume-Uni</i>	43 %	12,8 %	11 %	-9 %
<i>Small Royaume-Uni</i>	58 %	16,5 %	9 %	-10 %

Au Royaume-Uni comme ailleurs en Europe, on remarque une forte baisse des niveaux de risque (volatilité et *maximum drawdown*) sur les indices *Small* et *Mid*. L'autre élément notable de ces 3 dernières années est la performance des *Small*, bien supérieure à celle des *Mid*. C'est une configuration que l'on retrouve sur 5 ans, mais pas sur 10.

Les indices britanniques sous-performent depuis l'été 2015 les autres indices France ou Allemagne. Comme nous l'avons écrit en page 13, l'une des explications est la crainte du référendum sur le Brexit et ses impacts potentiels sur la devise et le pouvoir d'achat des britanniques.

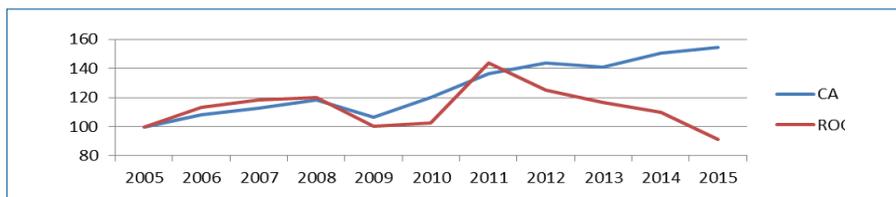
Performance économique : les Large en chute libre

Royaume-Uni - toutes les sociétés

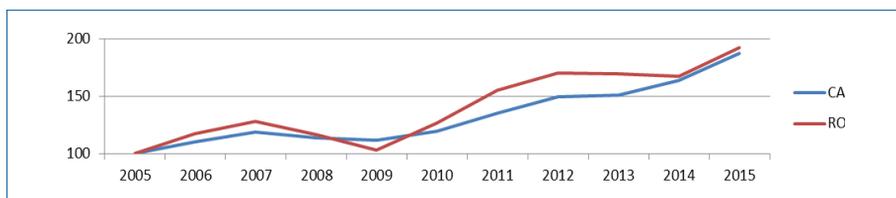




Royaume-Uni - *Small*



Royaume-Uni - *Large*



On retrouve dans les performances économiques des sociétés britanniques la hiérarchie *Small/Mid/Large* mais avec des *Large* qui affichent la pire performance en Europe. Les raisons de cette évolution sont notamment à chercher dans le poids des entreprises des secteurs de l'énergie, des télécommunications et des matières premières au sein de ce panel de *Large*.

Structure du marché britannique : un moteur toujours dynamique pour l'Europe

Royaume-Uni - structure et part de marché européenne

31/12/2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
Royaume-Uni					
En nombre de valeurs	27%	30%	27%	24%	28%
En poids (% capitalisation)	29%	29%	26%	24%	25%
UK : entrées - sorties 2014/15	-82	56	30	19	23



Le Royaume-Uni perd du poids en Europe depuis le début des années 2000, période où il était ultra dominant avec près de 38% de parts de marché. Ces parts de marché ont été acquises par les autres pays européens, sachant que la France et l'Allemagne ont globalement conservé leurs places. Rien d'alarmant cependant car le Royaume-Uni a une forte culture boursière et son dynamisme reste un moteur pour l'Europe.

L'ALLEMAGNE : LOCOMOTIVE DE L'ÉCOSYSTÈME EUROPÉEN

Performance boursière : 20/20 pour le *Mid* allemand

Allemagne - performances boursières des différents segments

Indices 3 ans	Performance	Performance annualisée	Volatilité	Maximum drawdown
<i>Large</i> Europe	38 %	11,3 %	13 %	-13 %
<i>Large</i> Allemagne	41 %	12,2 %	16 %	-19 %
<i>Mid</i> Allemagne	84 %	22,6 %	14 %	-7 %
<i>Small</i> Allemagne	37 %	11,1 %	13 %	-16 %

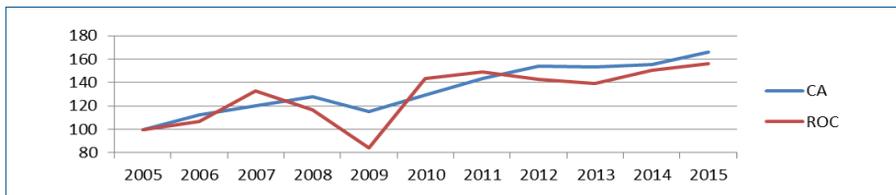
Les indices *Large* et *Small* allemands ont globalement « fait » la performance du marché européen au cours des 3 dernières années, tandis que l'indice *Mid* allemand a tout pulvérisé. La configuration *Large* / *Small* - avec des *Small* qui performent apparemment bien moins bien que leurs consœurs européennes - n'est pas rare et s'explique simplement par la situation spéciale des indices *Small* : ils absorbent les nouveaux entrants et perdent leurs *success stories* qui passent en *Mid*.

Notons une nouvelle fois le niveau de risque des indices *Mid* et *Small* qui sont inférieurs à celui de l'indice *Large* allemand.

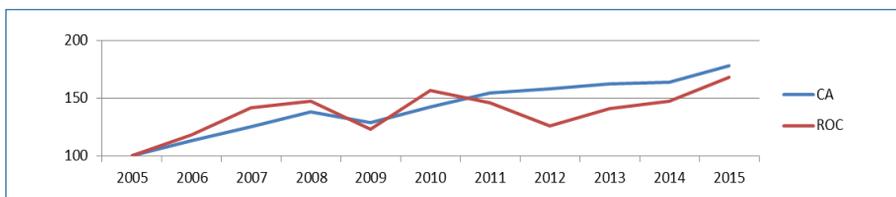


Performance économique : la dynamique des *Mid* dessert les *Small*

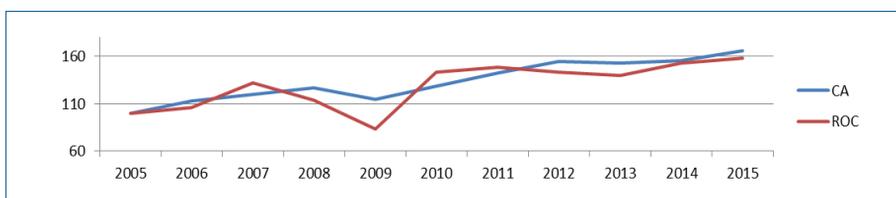
Allemagne - toutes les sociétés



Allemagne - *Small*



Allemagne - *Large*



Les résultats allemands sont étonnants : malgré une performance économique globale clairement au-dessus du niveau européen, les *Small* souffrent finalement plus que les *Small* françaises ou anglaises tandis que les *Large* laissent apparaître un profil de performance très différent de leurs consœurs européennes.



Structure du marché allemand - l'assèchement des *Micro*

Allemagne : structure et part de marché européenne

31/12/2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
Allemagne					
En nombre de valeurs	12%	10%	10%	12%	11%
En poids (% capitalisation)	13%	9%	10%	14%	13%
Entrées - sorties 2014/15	-83	10	8	10	-55

La forte baisse du nombre de *Micro* absorbe une activité globalement en ligne sur les autres segments. L'Allemagne conserve sa part de marché en Europe en termes de catégorisation, mais souffre d'une dégradation du nombre de ses valeurs (avec un solde négatif en 2014 et 2015).

ITALIE : LA PERFORMANCE BOURSIÈRE REPREND DES COULEURS

Performance boursière : du mieux, mais...

Italie : performances boursières sur les différents segments

Indices 3 ans	Performance	Performance annualisée	Volatilité	Maximum drawdown
<i>Large</i> Europe	38 %	11,3 %	13 %	-13 %
<i>Large</i> Italie	41 %	12,1 %	19 %	-12 %
<i>Mid</i> Italie	52 %	14,9 %	22 %	-20 %
<i>Small</i> Italie	37 %	11,1 %	13 %	-16 %

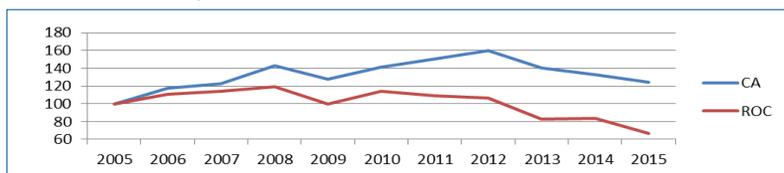
La performance du marché italien a repris des couleurs au cours des 3 dernières années après une forte contre-performance entre 2009 et 2012. Pour mémoire, l'indice *Large* du pays progresse de 21% sur 5 ans (contre 50% pour l'indice *Large* européen) et de 41% sur 3 ans (contre 38% pour l'indice *Large* européen).

L'échelle de risque de l'Italie reste cependant supérieure à celle constatée ailleurs en Europe, tout particulièrement pour l'indice *Mid* dont la volatilité et le *maximum drawdown* s'écartent des autres indices *Mid* en Europe.

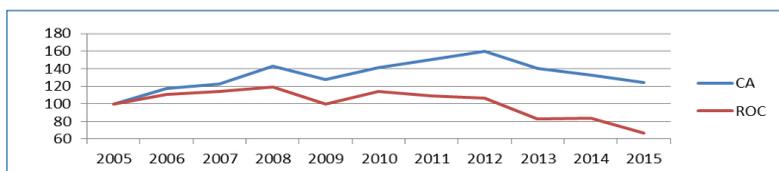


Performance économique : tendances et observations

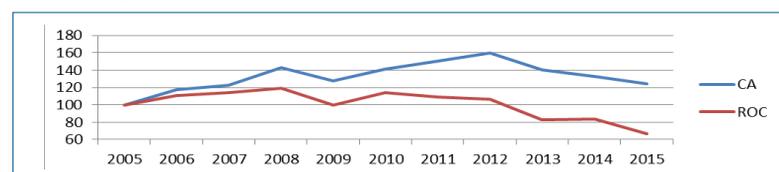
Italie - tous les segments



Italie - Small



Italie - Large



Nous ne disposons de données que pour 8 *Large* italiennes cotées il y a 10 ans. Les enseignements livrés ne sont donc que partiels. Ils ont néanmoins le mérite de révéler les tendances d'un marché composé de sociétés matures, intervenant sur des secteurs déclinants.

Les performances économiques des *Small*, établies sur la base des données d'une quarantaine d'entreprises, sont plus pertinentes. Les tendances comparées entre les segments *Large* et *Small* prennent des chemins totalement opposés.

Structure du marché italien : la stabilité au rendez-vous

Italie : structure et part de marché européenne

	31/12/2015	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs		2634	1415	776	459	5284
en %		49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)		119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %		0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
Italie						
En nombre de valeurs		6%	5%	7%	4%	6%
En poids (% capitalisation)		6%	5%	8%	4%	4%
Entrées - sorties 2014/15		10	6	11	3	30



Une trentaine de sociétés ont nourri la cote locale en 2014 et 2015.
La part de marché italienne reste ainsi stable sur la période 2013-2015.

LES AUTRES PAYS D'EUROPE

Espagne : de jeunes pousses prometteuses

31/12/2015	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
Italie					
En nombre de valeurs	6%	5%	7%	4%	6%
En poids (% capitalisation)	6%	5%	8%	4%	4%
Entrées - sorties 2014/15	10	6	11	3	30

L'Espagne se distingue par la belle dynamique de son segment *Micro*, qui progresse de 20% en nombre et de plus de 60% en capitalisation agrégée.

Belgique : les *Mid* en tête

31/12/2015	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	Total
Nombre de valeurs	2634	1415	776	459	5284
en %	49,8%	26,8%	14,7%	8,7%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	119 604	590 263	1 786 839	10 166 624	12 663 330
en %	0,9%	4,7%	14,1%	80,3%	100%
Espagne					
En nombre de valeurs	3%	3%	4%	5%	3%
En poids (% capitalisation)	3%	3%	4%	5%	5%
Solde net 2014/15	16	0	3	2	21

La Belgique affiche une nette progression des *Mid* sur la période 2013-2015, lui permettant de faire progresser sa part de marché en capitalisation boursière de 3,5 à 5%. Les introductions en bourse ont été réalisées par des *Small* : la progression des capitalisations a généré un transfert entre les deux segments, ainsi qu'un solde net de 12 nouvelles *Mid* entre 2013 et 2014.



CONCLUSIONS ET PROPOSITIONS

Ce panorama européen des petites et moyennes valeurs 2016 confirme globalement les tendances que nous avons mises en évidence l'an dernier, avec plusieurs points saillants nouveaux :

- **la domination constante des *Small* et *Mid* en termes de performances économique et boursière** avec en plus l'alignement des niveaux de risques (volatilité / *maximum drawdown*) qui est a priori une première historique,
- **le pic historique des *Large* européennes cotées, en nombre et en volume**. Profitant de l'apport continu du compartiment *Mid*, lui-même nourri des entrées en bourse du début des années 2000, il dépasse donc le dernier pic de 2007,
- **la fin de l'hémorragie en nombre de sociétés cotées** avec un léger rebond après 7 années de recul sauf pour le compartiment *Micro*, le terreau de l'écosystème, qui continue sa décline.

Le marché continue donc son processus de vieillissement qui se caractérise à court terme par un accroissement, en pourcentage, des *Mid/Large* et un rétrécissement des segments *Micro/Small* traçant à long terme une trajectoire de contraction du marché si ces tendances persistent.

Le phénomène de vases communicants entre les différents segments, qui repose sur le principe des flux ascendants qui garantit l'équilibre et l'avenir du marché, dépend de l'amplitude de la base composée des plus petites valeurs. **La croissance économique des *Micro, Small* et *Mid cap* contribue au renouvellement de la cote**. Plus cette base est vaste, plus le nombre de « *success stories* » entrepreneuriales sera important. A la lueur des statistiques, l'estimation de leur nombre est prometteur ; à l'échelle de notre échantillon, 20 à 25% des entreprises seront concernées en l'espace de 10 ans. Ce principe est aujourd'hui mis à mal.



L'enjeu est d'importance. **La structure pyramidale du marché financier en nombre de valeurs cotées doit être entretenue afin d'assurer le renouvellement des leaders.** Les grandes valeurs garantissent l'attractivité mondiale d'une place financière, elles financent l'infrastructure, contribuant au bon fonctionnement du marché. Ainsi, les grandes valeurs représentent 7% des valeurs, 80% de la capitalisation boursière, mais aussi et surtout 85 à 90% des volumes de transaction. Les leaders créent des richesses bénéfiques à toutes les parties prenantes du marché. Les sociétés de bourse, par exemple, apportent les services essentiels aux entreprises pour lever des capitaux et aux sociétés de gestion pour gérer l'épargne des citoyens.

La compréhension de ces mécanismes est essentielle afin de développer un environnement favorable à cette dynamique européenne. La tendance marquée du régulateur à vouloir cloisonner les flux par segment donne déjà des signes négatifs ; à terme, elle risque d'assécher les ressources déjà faibles en analyse financière allouées aux segments les plus délaissés – les *Micro* et les *Small*. Le suivi de ces petites et moyennes valeurs et les introductions en bourse sont pourtant essentiels au renouvellement à long terme du segment le plus riche, les *Large*.

Il semble également transparaître de ces données que **la cotation en bourse est un accélérateur de croissance** pour les entreprises, un facilitateur **d'acquisition et de fusion** au regard du nombre de sociétés qui quittent la cote. L'exigence de transparence, de gouvernance, de discipline financière souvent perçus comme un repoussoir à la cotation en bourse, sont en réalité des contraintes nécessaires au progrès, notamment pour les plus petites sociétés. Ces contraintes posent des jalons solides pour un développement sain sur le long terme. Il est crucial d'attirer ces entrepreneurs et toutes les solutions envisageables pour réduire le coût global de la cotation sans porter préjudice à la transparence indispensable pour les investisseurs doivent être envisagées par l'ensemble des parties prenantes au niveau européen.

Quelques pistes concrètes – déjà évoquées pour partie dans notre étude de l'an dernier – pour construire un environnement propice aux petites et moyennes valeurs sur le long terme :

- **stabiliser la réglementation** : alléger les charges et contraintes des *Small* et *Mid* en reconnaissant leur spécificité, et imposer aux sociétés ne disposant pas de couverture analyste un contrat auprès d'une société de bourse,
- mesurer en amont l'impact d'une réglementation sur les modèles économiques des acteurs,



- **créer des conditions plus favorables à la cotation**, en allégeant les contraintes réglementaires pour les phases d'introduction en bourse,
- **orienter plus systématiquement l'épargne européenne vers les classes d'actifs *Micro et Small***, soit en développant un cadre réglementaire et fiscal paneuropéen spécifique pour les fonds *Micro/Small*, soit en allégeant les contraintes pour les assureurs,
- **créer un véhicule européen d'épargne retraite long terme** à la fiscalité harmonisée qui réoriente l'épargne vers les *Small* et *Mid*,
- pour les sociétés de gestion, **créer des fonds plus adaptés à la liquidité de ces titres et à la complexité de ces univers** avec des clauses de liquidité différentes par exemple pour pouvoir investir sur le long terme comme dans le non-coté,
- **créer l'équivalent du crédit d'impôt recherche au niveau européen** pour les sociétés de bourse dédiant des analystes à la recherche sur l'univers des petites et moyennes valeurs.



ANNEXE : MÉTHODOLOGIE & TYPOLOGIE

Rappel de qualification des différents segments *Large, Mid, Small, Micro*

- **Les segmentations** par capitalisation boursière retenues sont les suivantes :



- **Les indices** fonctionnent sur la base de trois indicateurs pour qualifier les sociétés : la taille (capitalisation boursière), le volume de transaction et le taux de rotation (volume / flottant).

Nous avons retenu pour qualifier ces indices la capitalisation médiane.

Indices STOXX

Indice <i>Small Cap</i> 3 000 M€	Indice <i>Mid Cap</i> 6 200 M€	Indice <i>Large Cap</i> 24 200 M€
-------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------------

Indices MSCI

Indice <i>Micro Cap</i> 100 M€	Indice <i>Small Cap</i> 1 000 M€	Indice <i>Mid Cap</i> 6 400 M€	Indice <i>Large Cap</i> 10 800 M€
-----------------------------------	-------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------------

Méthodologie & construction de l'échantillon

Le suivi de la performance économique des sociétés européennes sur 10 ans – de 2006 à 2015 – a nécessité la construction d'un échantillon composé de sociétés présentant des modèles économiques similaires, et constants sur la période.

Pour construire cet échantillon, nous avons choisi pour base les sociétés européennes cotées de plus de 5M€ de capitalisation boursière à fin 2015 (soit 5 284 sociétés). Nous avons tout d'abord éliminé les modèles économiques non compatibles, c'est-à-dire essentiellement les modèles « financiers » (banques, assurances, sociétés immobilière, sociétés de gestion, etc., soit 1 356 sociétés), les sociétés qui n'ont pas été cotées en continu au cours des 10 dernières années (introduites en bourse après le 31 décembre 2005, soit 1 380 sociétés), mais aussi toutes les sociétés dont les données sur la période étudiée étaient insuffisantes (soit 524 sociétés). L'échantillon utilisé dans le cadre de cette analyse est donc constitué de 2 025 sociétés.

Ce panorama est réalisé par La Financière de l'Echiquier et l'Institut de Recherche MiddleNext

Coordination de l'étude :

Gaël Faijean, gérant, responsable de l'analyse quantitative, LFDE

A propos de La Financière de l'Echiquier - www.lfde.com

Créée en 1991, La Financière de l'Echiquier est l'une des premières sociétés de gestion indépendantes en France, avec 7,5 milliards d'euros d'actifs sous gestion et une équipe de 104 collaborateurs. LFDE appartient à 100% à ses dirigeants et à ses salariés. Son métier : la gestion d'épargne et de placements financiers pour le compte de clients particuliers, de conseillers en gestion de patrimoine et d'institutionnels.

A propos de l'Institut de recherche MiddleNext - www.middlenext.com

MiddleNext est l'association professionnelle française indépendante des valeurs moyennes cotées. Créée en 1987, elle représente et défend les intérêts des valeurs moyennes, promeut les entreprises qu'elle fédère, accompagne les dirigeants des entreprises cotées à travers son institut de formation. Son institut de recherche contribue à développer la connaissance sur les valeurs moyennes.

MiddleNext co-préside le *Smaller Issuer Committe de European Issuers*, première association européenne qui promeut les intérêts des sociétés cotées en bourse. Cette dernière regroupe 15 pays et représente plus de 9200 sociétés cotées pour une capitalisation boursière d'environ 8500 milliards d'euros. MiddleNext est présidée par Guillaume Robin, dirigée par Caroline Weber et gérée par un conseil d'administration de 12 dirigeants d'entreprises cotées. L'organisation est financée par des dirigeants de Valeurs Moyennes.