



PANORAMA EUROPÉEN DES PETITES ET MOYENNES VALEURS

Edition 2017



LA FINANCIERE DE L'ECHIQUIER

SOMMAIRE

Préface.....	2
Principaux enseignements.....	4
Introduction	5
I. Performances boursières : la surperformance des <i>Smids</i> réaffirmée.....	6
II. <i>Small</i> et <i>Mid cap</i> : performance boursière = performance économique ?	12
III. Structure du marché européen : le segment des <i>Small</i> , toujours plus <i>Small</i>	21
IV. Focus par pays.....	35
Conclusion et propositions	65
Annexe : méthodologie & typologie.....	67

Citius, Altius, Fortius

Les *Small* et *Mid cap* européennes constituent pour les gérants actifs amoureux des entreprises un terrain d'exploration exceptionnel. Ces milliers d'aventures humaines, de modèles originaux, de nouveaux marchés, produits et services, ces milliers de visions entrepreneuriales en voie de réalisation sont à la fois les racines, le tronc et la sève de l'économie de notre continent : plus de 90% des entreprises cotées d'Europe sont de taille moyenne ou petite.

Pour nous qui avons, dans des rôles différents, consacré une large partie de notre existence à leur promotion et leur développement, voir ces paysages familiers fleurir depuis quelques années provoque une satisfaction franche et sincère : depuis 10 ans en effet, l'épargnant qui a placé son argent sur les petites et moyennes valeurs européennes a fait le meilleur choix, tant en termes de performance que de volatilité, dans des marchés souvent compliqués.

Cette dynamique et cette résilience attirent désormais l'attention de tous les investisseurs : la demande augmente – trop vite, trop haut, trop fort, diront certains –, les capitaux affluent au point que les meilleurs fonds freinent les souscriptions pour protéger leur gestion*. Nourries de ces apports frais de liquidité, bon nombre de sociétés prospèrent au point de rejoindre les rangs des segments supérieurs.

Ce joli tableau ne saurait cependant masquer une réalité plus sombre, à l'œuvre depuis une dizaine d'années aux fondations mêmes de l'écosystème financier européen : le nombre de sociétés cotées se réduit à mesure que les années passent. Il a baissé de 13% depuis 2007, passant de 6349 à 5498 entreprises, et sur le seul segment des *Small cap* la baisse est de 20%.

La 3^e édition de notre panorama confirme ce constat et les tendances de fond déjà observées : notre écosystème continue de favoriser les grandes capitalisations au détriment des petites. Les chiffres des *Micro* capitalisations se détériorent d'année en année et les introductions en Bourse ne repartent pas à un niveau suffisant pour compenser les retraits de la cote (299 contre 320 en 2016).

* Echiquier Entrepreneurs, un fonds de *Small cap growth* européennes, a ralenti les souscriptions après avoir atteint 350 millions d'euros début 2017.

PRÉFACE

Faute de réglementation attractive, cette situation ne fera qu'empirer et l'avènement, début 2018, de la réglementation MIFID 2 devrait contribuer à renforcer davantage encore la concentration des flux vers un nombre restreint d'acteurs globaux. Privé de sang neuf, l'écosystème européen s'asphyxie, s'appauvrit et le vieillissement de la cote se poursuit inexorablement.

Comment renverser la tendance et insuffler au marché une énergie nouvelle ? Nous l'avons vu, les prix de marché ont retrouvé des couleurs et c'est une excellente première information. A partir de ce socle, les solutions existent et elles sont connues : stabiliser la réglementation, favoriser la cotation et l'orientation de l'épargne vers les petites et moyennes valeurs par la fiscalité, et attirer les candidats grâce à des valorisations excitantes.

Sans espoir de voir les partenaires européens s'entendre à court terme sur des objectifs communs en la matière, nous saluerons les initiatives locales favorisant la fiscalité de l'investissement dans les entreprises : en Suède, le soutien de tout l'écosystème à ses jeunes pousses, que l'étude décrit ; en Italie, le PIR (un dispositif d'incitation à la détention d'actifs impliqués dans l'économie locale)... et en France, l'espoir que les bonnes idées évoquées dans le programme des nouveaux élus soient rapidement mises en œuvre.

Un prélude à une harmonisation européenne, qui sait ?



DIDIER LE MENESTREL
Président-directeur général
La Financière de l'Echiquier



CAROLINE WEBER
Directrice générale
MiddleNext

PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS

1 Performances boursières et économiques

- La surperformance boursière des petites et moyennes valeurs se confirme année après année : elles performant en moyenne 2 fois plus que les *Large* sur 10 ans, 5 ans et 3 ans
- L'inversion des indicateurs de risque constatée en 2015 se confirme : identiques sur 5 ans, les indicateurs de risque des *Smids* deviennent inférieurs à ceux des *Large* sur 3 ans
- Les performances économiques sont en ligne avec les performances boursières : les *Small* et *Mid cap* brillent par leur dynamisme sur la décennie écoulée

2 Structure du marché européen

- La cotation en Bourse joue son rôle de dynamiseur pour les entreprises : environ 25% des sociétés présentes en 2006 ont rejoint un segment supérieur 10 ans plus tard
- Après deux ans d'interruption, la chute du nombre de sociétés cotées a repris : les introductions en Bourse ne couvrent pas les retraits de la cote
- En particulier, les petites valeurs poursuivent leur baisse en poids et en nombre ; un constat inquiétant pour l'avenir de l'écosystème tout entier
- Le nombre de *Large* progresse de 12% sur la période. 125% de cette progression proviennent de sociétés issues des segments *Smids*

3 Focus pays

- Les tendances observées au niveau global se retrouvent dans la plupart des pays européens, en particulier dans les grands : la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne voient leur univers s'appauvrir, faute de renouvellement par la base
- Les pays méditerranéens (Italie, Espagne, Portugal) sortent d'une conjoncture économique et boursière peu favorable, mais voient leur nombre de sociétés augmenter : de bon augure pour l'avenir
- Un pays fait figure d'exemple : la Suède, qui voit le nombre de sociétés augmenter de 74% sur la période 2007-2016. Une évolution positive sur tous les segments

3 L'impact potentiel de MIFID 2

- L'impact des dispositions de MIFID 2 sur les sociétés de Bourse et la recherche devrait être substantiel, comme il devrait l'être sur l'univers des *Small*

INTRODUCTION

Pour la troisième année consécutive, le panorama européen des petites et moyennes valeurs (*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. Il analyse les dynamiques en jeu et révèle les enjeux d'un système essentiel à l'économie européenne.

Les deux précédentes éditions¹, publiées en 2015 et 2016, avaient mis en lumière plusieurs enseignements majeurs portant sur la période 2000-2015 :

- 1 la confirmation de la surperformance des *Small* et *Mid cap* par rapport aux *Large cap*,
- 2 l'inversion des niveaux de volatilité des *Small/Mid cap* et des *Large* (sur les 3 dernières années),
- 3 le pic historique des *Large cap* européennes et la contraction persistante du segment des *Micro cap*,
- 4 le vieillissement de la cote et le risque d'un tarissement progressif des flux entre les segments si le redémarrage des introductions en bourse des *Micro/Small cap* ne devenait pas plus substantiel.

Cette troisième édition, qui se focalise sur l'analyse des sociétés européennes cotées au cours des dix dernières années, confirme les grandes tendances précédemment dégagées et relève de nouvelles nuances et spécificités nationales.

Elle actualise 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.

Ce panorama européen présente également un focus approfondi d'un nombre étendu de pays, notamment scandinaves. Il analyse également l'impact potentiel de la directive MIFID 2, entrant en vigueur en 2018, sur l'industrie financière européenne en général, et sur l'univers des *Small* en particulier.

Des propositions concrètes et des pistes d'amélioration concluent cette étude paneuropéenne. Ces initiatives contribueraient à la consolidation de l'écosystème boursier européen et au développement de ses jeunes pousses.

1. Vous pouvez consulter l'étude complète des deux dernières éditions sur les sites : www.lfde.com et www.middlenext.com

PERFORMANCES BOURSIÈRES : LA SURPERFORMANCE DES *SMIDS* RÉAFFIRMÉE

Notre étude se focalise sur l'analyse des sociétés européennes cotées au cours des dix dernières années, entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2016. Elle actualise les performances des différents indices européens et nationaux sur 10, 5 et 3 ans, et analyse les indicateurs de risques afin de vérifier la persistance ou non de l'inversion des niveaux de volatilité entre les *Smids* et les *Large* révélée par la précédente édition.

1. Les indices européens

Analyse des performances comparées sur 10 ans

Le graphique et le tableau ci-dessous présentent les performances comparées sur 10 ans² 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). Ces indicateurs sont exprimés en *Total return* et intègrent donc les dividendes réinvestis.

Indices STOXX : performances comparées sur 10 ans



10 ans	Performance	Perf. annualisée	Volatilité	Max. drawdown
Indice <i>Large</i> Europe	28%	2,5%	21,1%	-58%
Indice <i>Mid</i> Europe	55%	4,5%	21,0%	-61%
Indice <i>Small</i> Europe	51%	4,2%	21,4%	-64%

Sources : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

Ces données confirment, dans la continuité des résultats que nous publions depuis 3 ans, la surperformance significative des segments *Smids* par rapport aux *Large*. Le point

2. Base 1 000 au 31 décembre 2006.

I. PERFORMANCES BOURSIÈRES : LA SURPERFORMANCE DES SMIDS RÉAFFIRMÉE

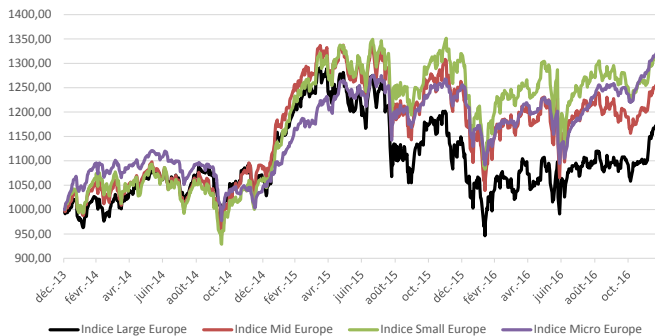
clé essentiel est l'impact du *Total return* : l'intégration des dividendes permet à l'indice *Large* de générer une performance équivalente à celle des indices *Mid* jusqu'en 2012. Elle permet également de souligner que c'est lors des périodes d'expansion économique que la différence de performance s'exprime entre les différents segments en Europe. Lors des phases de stress en revanche, les performances s'alignent.

Analyse des performances comparées sur 3 ans

Pour apprécier les niveaux de performance entre les différentes classes d'actifs sur 3 ans, nous avons eu recours aux indicateurs boursiers MSCI qui proposent au niveau européen 4 échelons : *Large*, *Mid*, *Small* et *Micro* - ce dernier n'existant que depuis 2012³.

Au cours des 3 dernières années, les résultats sont les suivants :

Indicateurs MSCI : performances comparées sur 3 ans



3 ans	Performance	Perf. annualisée	Volatilité	Max. drawdown
Indice <i>Large</i> Europe	17%	5,4%	18,2%	-27%
Indice <i>Mid</i> Europe	26%	8,1%	17,8%	-22%
Indice <i>Small</i> Europe	33%	9,9%	17,0%	-20%
Indice <i>Micro</i> Europe	34%	10,2%	10,7%	-14%

Sources : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

Au cours des 3 dernières années, les performances des indices restent largement en faveur des *Mid* et des *Small*. Les *Micro* ont par ailleurs fortement progressé en 2016 ;

3. Pour MSCI, les *Micro* sont des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 millions d'euros. L'indice reste cependant suffisamment cohérent avec les segmentations que nous avons choisi de retenir - une capitalisation moyenne/médiane autour de 100 millions d'euros. L'indice *Small* se réfère quant à lui à des entreprises dont la capitalisation est comprise entre 500 et 5 000 millions d'euros environ, avec une capitalisation moyenne/médiane se situant autour de 1 000 millions d'euros. Les indices *Mid* et *Large* correspondent à notre définition des *Large*, avec des capitalisations boursières supérieures à 5 000 millions d'euros. Précisons enfin que ces performances apparaissent ici en *Total return*, ces résultats intégrant les dividendes réinvestis.

I. PERFORMANCES BOURSIÈRES : LA SURPERFORMANCE DES *SMIDS* RÉAFFIRMÉE

elles rejoignent les *Small* en tête du classement.

Notons également que depuis les plus hauts atteints au printemps 2015, l'indice *Large* a cédé plus de 9%, et l'indice *Mid* 5,6%. Les indices *Small* et *Micro* sont stables (respectivement +1,5% et +0,4%).

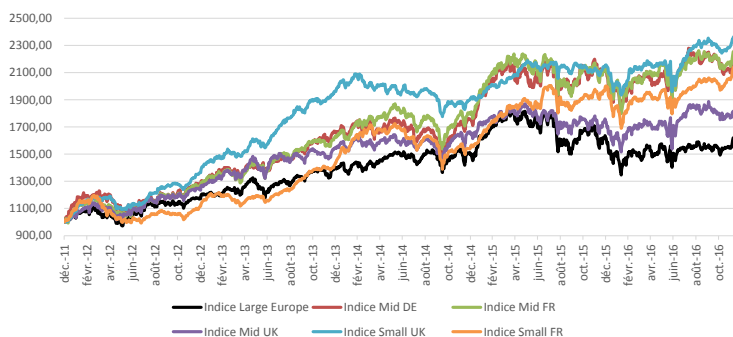
Sur les mesures de risque enfin, la période 2013/2016 confirme la tendance des précédents résultats recueillis : celles-ci **sont de plus en plus favorables aux indices *Mid* et *Small***.

2. Les indices nationaux

Analyse des performances comparées sur 5 ans

Nous avons volontairement restreint l'exercice au Royaume-Uni, à l'Allemagne et à la France, qui regroupent à eux seuls 51 % des sociétés européennes cotées toutes catégories confondues. Les indices de référence que nous avons sélectionnés présentent la performance des différents segments en *Total return*. Nous avons limité l'exercice à 5 ans, ne disposant pas d'indice *Mid* britannique sur 10 ans.

Indicateurs MSCI : performances comparées sur 5 ans



5 ans	Performance	Perf. annualisée	Volatilité	Max. drawdown
Indice <i>Large</i> Europe	65%	10,5%	16,5%	-26%
Indice <i>Mid</i> DE	124%	17,5%	17,7%	-18%
Indice <i>Mid</i> FR	132%	18,3%	15,8%	-20%
Indice <i>Mid</i> UK	86%	13,2%	15,5%	-19%
Indice <i>Small</i> UK	143%	19,4%	9,8%	-15%
Indice <i>Small</i> FR	123%	17,4%	11,1%	-19%

Sources : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

I. PERFORMANCES BOURSIÈRES : LA SURPERFORMANCE DES *SMIDS* RÉAFFIRMÉE

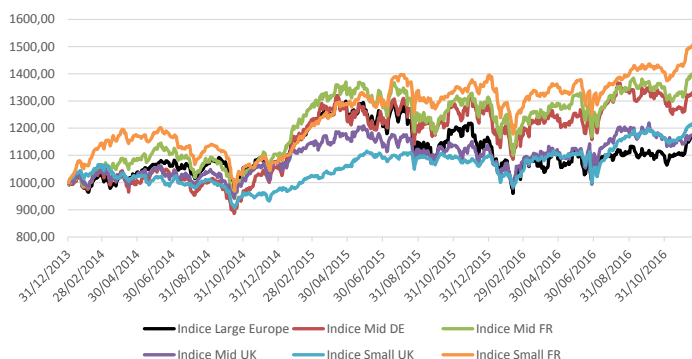
L'indice *Large* est une nouvelle fois en queue de peloton, talonné par l'indice *Mid* du Royaume-Uni. Sur 5 ans, tous les autres indices *Mid* et *Small* sont loin devant, avec des performances proches du double de celle de l'indice *Large*.

S'agissant des niveaux de risque, nous constatons toujours la même rupture entre les indices *Large* et *Mid* et les indices *Small*.

Analyse des performances comparées sur 3 ans

L'analyse des performances boursières sur les 3 dernières années repose sur les mêmes indices nationaux, toujours en *Total return*.

Comparaison indices nationaux vs indices européens sur 3 ans



3 ans	Performance	Perf. annualisée	Volatilité	Max. drawdown
Indice <i>Large</i> Europe	18%	5,5%	18,2%	-26%
Indice <i>Mid</i> DE	34%	10,3%	18,2%	-18%
Indice <i>Mid</i> FR	42%	12,4%	16,4%	-20%
Indice <i>Mid</i> UK	20%	6,3%	16,3%	-19%
Indice <i>Small</i> UK	24%	7,4%	10,2%	-15%
Indice <i>Small</i> FR	55%	15,8%	12,0%	-19%

Sources : Bloomberg / La Financière de l'Échiquier

Sur 3 ans, les performances sont toujours largement en faveur des indices *Small* et *Mid*, avec cependant des disparités plus marquées que sur 5 ans. La France affiche des performances remarquables, ce qui peut paraître contre-intuitif au regard des performances macroéconomiques de la France par rapport à ses partenaires européens.

4. Nous avons changé d'indicateur de référence pour le *Mid* allemand, ce dernier ne nous paraissant pas comparable aux autres compte tenu de la trop grande hétérogénéité des sociétés le composant (*Large* et *Mid*). Nous avons ainsi eu recours pour les *Mid* au CAC *Mid* en France, au MSCI *Mid* Allemagne et au MSCI *Mid* UK au Royaume-Uni ; et pour les *Small* au CAC *Small* en France et au FTSE *Small* Cap pour le Royaume-Uni. Les indices sont libellés en euro, les indices britanniques en GBP. Sur 5 ans comme sur 3 ans, le GBP se contracte d'environ 4% vs l'euro. Il n'existe pas, sur la période, d'indice *Small* allemand ; celui-ci commence en 2009.

I. PERFORMANCES BOURSIÈRES : LA SURPERFORMANCE DES *SMIDS* RÉAFFIRMÉE

L'impact du Brexit se fait sentir sur les indices *Mid* et *Small UK*.

S'agissant de la mesure du risque, nous constatons là encore que l'inversion constatée l'an dernier, avec des niveaux de volatilité équivalents voire inférieurs pour les indices *Mid* et *Small*, s'est confirmée en 2016. Les niveaux de *maximum drawdown* sont également inférieurs. Ces résultats confirment notre lecture au niveau européen.

Synthèse

L'exercice 2016 confirme la tendance observée en Europe depuis 15 ans : **la surperformance des indices *Mid* et *Small* est sans équivoque** et perdure, y compris lorsque les dividendes sont intégrés.

Ces nouvelles données confirment également qu'au-delà de leur surperformance régulière, les segments *Mid* et *Small* ne présentent non seulement pas de facteur de risque supplémentaires, mais ils peuvent également – c'est le cas du segment *Small* – **afficher des mesures de volatilité nettement inférieures**.

Précisons que les indicateurs sur lesquels notre analyse se fonde sont des indices composés d'un grand nombre de sociétés à l'origine des données générées. Et rappelons que la diversification est essentielle pour éviter de concentrer les risques sur une ou quelques entreprises.

A RETENIR

- 1 La surperformance sans équivoque des petites et moyennes valeurs depuis 10 ans, aux niveaux européen et locaux, se confirme d'année en année
- 2 L'inversion des indicateurs de risque constatée l'an dernier s'est confirmée en 2016 : les niveaux de volatilité des *Smids* font mieux que simplement rester inférieurs à ceux des grandes valeurs, ils continuent de creuser l'écart

x2

Les *Small cap* performant en moyenne **2 fois plus** que les *Large* sur 10 ans, 5 ans et 3 ans

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

Les performances économiques sont-elles en ligne avec les performances boursières ? La nette surperformance des petites et moyennes valeurs, confirmée en 2016 encore comme sur la période 2006-2016, se reflète-t-elle dans leurs performances économiques ?

1. 2390 sociétés suivies sur 2006-2016

Le suivi de la performance économique des sociétés européennes sur 10 ans a nécessité la construction d'un échantillon composé de sociétés cotées en continu sur la période et disposant de modèles économiques similaires. Pour construire notre échantillon, nous sommes partis de la base de 5 498 sociétés en 2016. **Seules 2 390 sociétés sur les 5 498 sociétés de notre base initiale sont éligibles sur la période.** Le tableau ci-dessous livre la photographie de l'univers de notre étude et de l'échantillon analysé.

Univers 2016 (M€)	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue Chip	Total
Nombre	2 121	859	1 303	758	202	255	5 498
Capitalisation agrégée	35 475	76 225	557 312	1 738 623	1 404 228	8 780 822	12 592 684
Echantillon 2016 (M€)	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue Chip	Total
Nombre	581	385	664	449	131	180	2 390
Capitalisation agrégée	11 703	35 206	290 769	1 058 632	919 688	6 701 326	9 017 325
Nombre %	27%	45%	51%	59%	65%	71%	43%
Capitalisation agrégée %	33%	46%	52%	61%	65%	76%	72%

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Cet échantillon de 2 390 sociétés représente plus de 50% des segments *Small* à *Blue chip* et 72% de la capitalisation totale de l'univers.

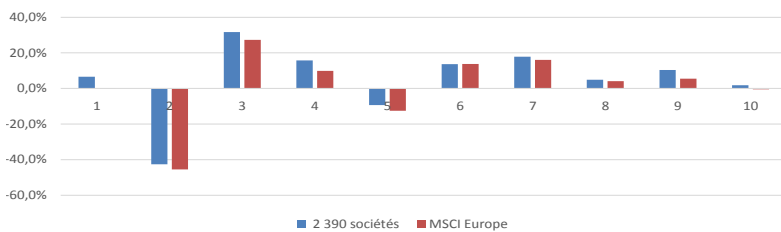
Echantillon 2006	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
Nombre	573	450	697	421	104	145	2390
Capitalisation agrégée	14 047	41 381	304 591	964 485	739 353	4 680 836	6 744 692
Echantillon 2016	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
Nombre	581	385	664	449	131	180	2390
Capitalisation agrégée	11 703	35 206	290 769	1 058 632	919 688	6 701 326	9 017 325
Nombre Var %	1%	-14%	-5%	7%	26%	24%	0%
Capitalisation var %	-17%	-15%	-5%	10%	24%	43%	34%

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

Regardons l'évolution de cet échantillon à périmètre constant sur 10 ans : le phénomène de transfert est parfaitement lisible avec une contraction des segments *Micro* et *Small* (qui perdent 65 et 33 sociétés respectivement) en faveur des segments *Mid* et *Large* (qui gagnent 28 et 27 sociétés respectivement).

Le graphique ci-dessous présente la variation annuelle de la capitalisation agrégée de cet échantillon de 2 390 sociétés comparée à la variation annuelle de l'indice MSCI Europe : la corrélation est indéniable, confirmant la pertinence notre échantillon.



Sources : Bloomberg / Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

2. Performance économique de 2006 à 2016

Procédons à présent à l'analyse de la performance économique de notre échantillon. Pour les besoins de l'étude, nous l'avons observé tout particulièrement sous deux angles :

- d'abord **en agrégeant les chiffres**, comme s'il s'agissait d'une seule et même société, afin de mesurer l'impact économique global (tableau 1),

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

Données agrégées	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	6 074	6 547	5 799	6 527	7 202	7 599	7 368	7 563	7 547	7 423
Var CA	6,9%	7,8%	-11,4%	12,6%	10,3%	5,5%	-3,0%	2,7%	-0,2%	-1,6%
ROC	722,6	711,5	564,6	738,0	792,0	756,9	695,6	701,6	666,1	689,2
Marge	11,9%	10,9%	9,7%	11,3%	11,0%	10,0%	9,4%	9,3%	8,8%	9,3%
Capitalisation	7 192	4 127	5 437	6 293	5 708	6 486	7 647	8 024	8 855	9 017
Gearing	56,6%	69,5%	65,6%	54,0%	55,5%	55,6%	53,1%	53,6%	55,2%	55,9%
Invest ind % CA	-7,3%	-7,4%	-7,4%	-6,4%	-6,2%	-6,5%	-6,4%	-6,4%	-6,5%	-6,2%
VE / CA	1,46	0,93	1,27	1,25	1,07	1,12	1,31	1,34	1,48	1,55
VE/ROC	12,26	8,58	13,07	11,04	9,71	11,29	13,87	14,44	16,82	16,69
P/AN	2,44	1,45	1,83	1,84	1,60	1,75	2,03	2,04	2,08	2,02

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

- en utilisant ensuite les **données médianes** afin de pouvoir valider les tendances observées à l'étape 1 avec une approche plus fine (tableau 2).

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

Données médianes	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	198,6	207,7	191,0	212,5	226,5	236,2	229,2	242,8	260,3	263,8
Var CA	9,3%	4,1%	-5,7%	8,6%	6,9%	4,8%	-0,4%	3,5%	6,9%	1,4%
ROC	18,9	17,1	10,2	14,6	16,1	15,1	15,2	15,6	17,7	19,7
Marge	9,5%	8,2%	5,3%	6,9%	7,1%	6,4%	6,6%	6,4%	6,8%	7,5%
Capitalisation	222,0	104,1	154,7	180,5	142,3	165,4	214,1	225,4	262,3	282,5
Gearing	26,4%	32,7%	27,5%	22,0%	25,0%	23,2%	21,8%	22,4%	21,8%	21,2%
Invest ind % CA	-3,7%	-3,7%	-2,8%	-2,6%	-2,9%	-2,8%	-2,7%	-2,8%	-2,9%	-2,9%
VE / CA	1,26	0,70	0,99	1,05	0,83	0,94	1,16	1,13	1,22	1,26
VE/ROC	11,34	7,24	10,10	11,11	9,21	10,46	12,85	12,48	13,15	13,26
P/AN	1,97	0,97	1,30	1,45	1,15	1,28	1,55	1,52	1,66	1,71

Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Plusieurs constats se détachent très nettement à l'observation de ces données.

- **Le cycle ralentissement/reprise apparaît très erratique depuis le choc de 2009**, particulièrement en données agrégées, les données médianes affichant une plus grande régularité. La chute de 2016 est liée, selon nous, à l'impact de la livre sterling avec un marché anglais dont le poids est très important – il représente environ 25% de notre échantillon – et dont l'activité s'est contractée de 5,2% en 2016. Les données médianes affichent une croissance plus dynamique. Cette disparité révèle des progressions divergentes entre les grandes et les plus petites des sociétés.
- L'évolution du niveau de marge opérationnelle, et par conséquent du niveau de résultat opérationnel courant, est assez similaire quelle que soit la méthode d'analyse : en données agrégées comme en données médianes, **les niveaux de marges des sociétés n'ont pas rejoint ceux du précédent pic**. On constate d'ailleurs pour les deux séries de données la formation d'un plafond depuis 2012. Il semble cependant qu'en 2015/2016 les données médianes affichent une tendance très positive, à l'image de celle des indices *Small* qui battent des records.
- **Les niveaux de capitalisation sont toujours au plus haut**, poussant les multiples de VE/ROC à des sommets, que ce soit sur les données agrégées ou sur les données médianes. Le multiple VE/CA, jusqu'ici en-dessous des pics historiques, a également atteint, voire dépassé, les records de 2007. Seul le multiple de P/AN était, à fin 2016, en-dessous du pic de 2007.

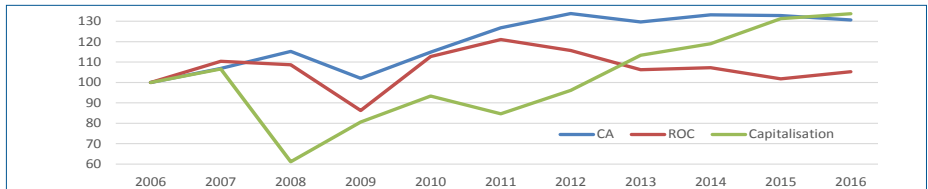
3. Performance économique = performance boursière ?

L'analyse des performances boursières en Europe l'a démontré : les performances des indices des valeurs petites et moyennes sont nettement supérieures à celles des indices des grandes sociétés. Cette surperformance se vérifie-t-elle au niveau économique ?

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

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 fourchettes⁵.

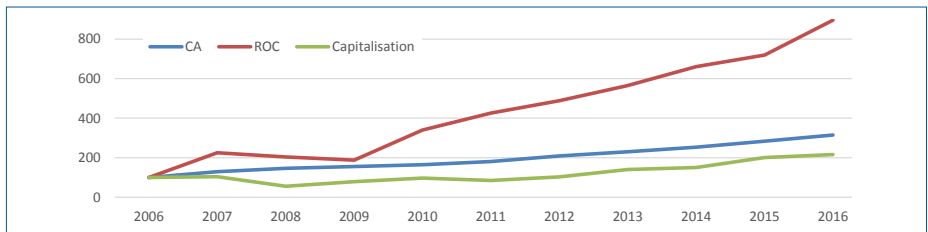
Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques de l'échantillon de 2 390 sociétés



Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Ce graphique représente l'évolution en base 100 des données agrégées affichées dans le tableau 1. On constate parfaitement la stagnation du chiffre d'affaires, la rechute des marges et la progression continue des valorisations boursières. Qu'en est-il au niveau des différents segments de l'échantillon ?

Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques : le segment des *Nano*



Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

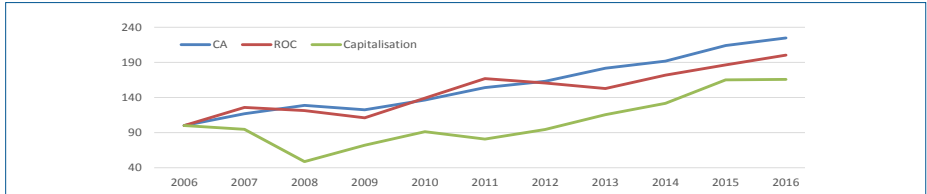
	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>
<i>Nano</i>	68%	21%	10%	1%

Les données du graphique sont à relativiser au regard des montants en jeu. Elles illustrent toutefois plutôt bien la dynamique de l'univers des *Nano*. Le tableau, qui présente l'évolution de ce segment entre 2006 et 2016, explique par le chiffre la forte croissance du résultat opérationnel agrégé : il provient des 32% de *Nano* devenues, entre 2006 et 2016, soit des *Micro* (pour 21% d'entre elles), soit des *Small* (10%), soit des *Mid* (1%).

5. 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 six segments (voir la méthodologie page 71), nous avons retenu le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel, recalculés en base 100 en 2006, et choisi comme indicateur de performance la capitalisation boursière. Tous ces indicateurs sont agrégés, le volume de création/destruction de richesse étant le critère le plus pertinent, et non le pourcentage, trompeur et peu adapté pour analyser l'univers des *Small/Mid*. Le principe de construction des segments est tout aussi simple : nous utilisons le volume d'activité de 2006 pour générer les six segments dont le nombre de sociétés reste constant sur la période étudiée (2006/2016).

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques : le segment des *Micro*



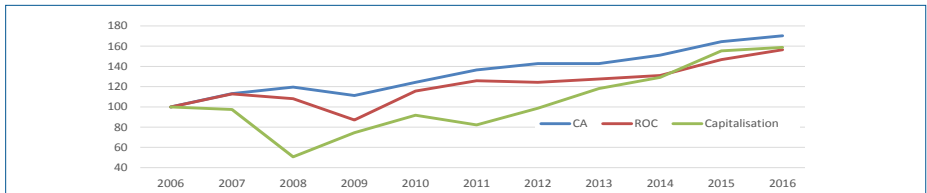
Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>
<i>Micro</i>	30%	36%	33%	2%

Ces données nous montrent une évolution plus synchronisée des sociétés du segment des *Micro* en termes de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel. Il est encore très hétérogène, même si la maturité des sociétés qui le compose est naturellement plus importante qu'au sein du segment *Nano*.

Les 36% de sociétés devenues des *Small* (33%) ou des *Mid* (2%) sont à l'origine de cette croissance, avec une progression pour ce segment de 120% de l'activité agrégée en l'espace de 10 ans. Remarquons enfin que la capitalisation n'a pas connu une telle performance, ce qui signifie que les multiples de valorisation n'ont pas augmenté pour ce segment entre 2006 et 2016.

Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques : le segment des *Small*



Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

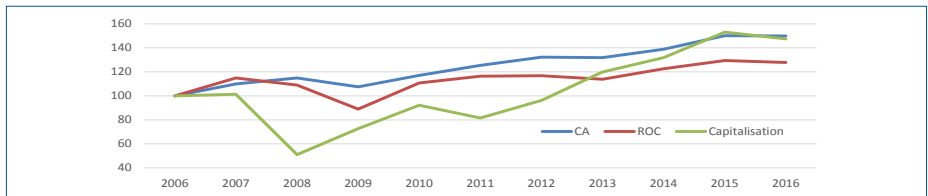
	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>
<i>Small</i>	8%	13%	53%	25%	1%

Plus la taille des entreprises augmente, plus les évolutions sont homogènes. Ce phénomène est visible dans le cas des *Small*, avec une performance assez corrélée des 2 agrégats retenus. Concernant la valorisation, on constate que la capitalisation boursière a progressé depuis 2013 plus rapidement que le résultat opérationnel, traduisant une augmentation / un rattrapage des multiples de VE/ROC par rapport au pic de 2007 pour ce segment.

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

Ces performances ont été tirées par un quart des sociétés de ce segment devenues pour l'essentiel des *Mid*, auxquelles s'ajoutent quelques *success stories* d'entreprises devenues des *Large*.

Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques : le segment des *Mid*



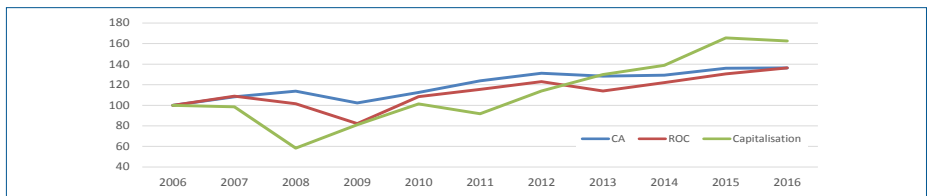
Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
<i>Mid</i>	1%	3%	20%	55%	17%	4%

A nouveau, un graphique très homogène révélant la progression des données économiques agrégées des sociétés composant ce segment en 2006. On remarque cependant la très forte progression de la capitalisation agrégée depuis 2011, révélant un renchérissement des multiples de valorisation.

21% des *Mid* ont été le moteur de cette progression, devenant soit des *Large* soit des *Blue chip*. Soulignons également qu'à l'inverse, depuis 2006, 24% des *Mid* ont été déclassées vers les segments inférieurs, un phénomène qui démontre l'importance du *stock-picking* pour tous les segments.

Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques : le segment des *Large*



Sources : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
<i>Large</i>	1%	4%	24%	34%	38%

La nouvelle segmentation *Large* que nous avons adoptée⁶ montre des performances

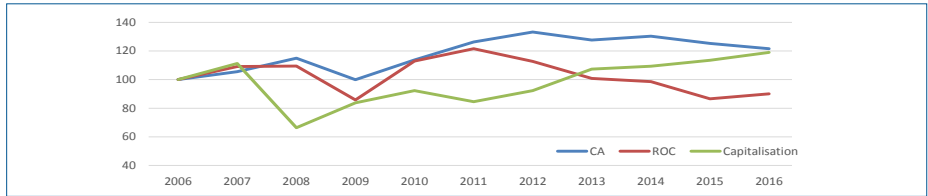
6. Cf. méthodologie, page 72.

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

économiques et boursières assez proches de celle des *Mid*. Elles ne pèsent pas suffisamment dans les indices *Large* car ces valeurs ne représentent que 25% de la capitalisation des *Blue chip*. Mais ces données prouvent que l'on peut également trouver de belles histoires de croissance au sein de ces segments.

Ce segment apparaît comme celui dont l'évolution est la plus marquée, puisque seulement 34% des sociétés réalisant un chiffre d'affaires compris entre 5 et 10 milliards d'euros en 2006 se trouvent toujours, 10 ans après, dans cette fourchette. 28% des sociétés ont régressé vers les segments inférieurs de la cote, quand 38% d'entre elles sont des *success stories*.

Evolution (2006-2016) des indicateurs économiques : le segment des *Blue chip*



	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
<i>Blue chip</i>	1%	9%	90%

Le poids des *Blue chip* pèse considérablement sur le marché européen mais il est également, rappelons-le, celui qui génère le plus de commissions pour les sociétés de gestion et de bourse : il représentait en 2016 70% de la capitalisation boursière et des volumes de transaction.

Ce segment est une sorte d'arbre qui cache la forêt. Les performances économiques des *Blue chip* sont médiocres en termes de chiffre d'affaires, et désastreuses pour ce qui concerne le résultat opérationnel. Pour autant, la capitalisation boursière de ce segment a progressé, expliquant une grande partie de l'inflation des multiples de valorisations constatés en agrégé⁷.

7. Précisons également que ces chiffres excluent le secteur bancaire-assuranciel, dont la structure comptable est différente.

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

Synthèse

Les chiffres parlent d'eux-mêmes : **la hiérarchie des performances économiques coïncide bien avec celle des performances boursières**. Les segments *Micro*, *Small* et *Mid* sont les plus dynamiques économiquement et leurs performances boursières suivent, sans pour autant créer de phénomène de bulle sur ces segments.

Soulignons également un autre point clé, à l'heure où la gestion passive tend à prendre une place grandissante : **le *stock-picking* est fondamental pour tous les segments de la cote**. Les tableaux illustrant leur évolution sur une décennie démontrent que le pourcentage d'entreprises se hissant au segment supérieur est substantiel : il est de l'ordre de 20 à 25% – un chiffre toutefois similaire au nombre de sociétés ayant connu *a contrario* une phase descendante.

Enfin, cette analyse à périmètre constant révèle l'**importance du nombre de sociétés cotées** en Europe et démontre par conséquent l'**importance vitale du dynamisme des introductions en Bourse**. Sans l'apport de nouvelles entreprises intégrant la cote, ce mécanisme à périmètre constant s'essouffle rapidement, générant en moins de deux décennies une stagnation causée par l'assèchement des segments de la base de la pyramide. On peut considérer que la première décennie s'achève fin 2017, 2007 étant le dernier pic du marché.

II. PERFORMANCE BOURSIÈRE ET PERFORMANCE ÉCONOMIQUE : DES DYNAMIQUES PARALLÈLES

A RETENIR

- 1 Les performances économiques sont en ligne avec les performances boursières : les *Small* et *Mid cap* brillent par leur dynamisme sur la décennie écoulée
- 2 Les mouvements constatés sur les segments *Small* et *Mid* démontrent l'importance fondamentale du *stock-picking* sur cet univers
- 3 L'évolution des sociétés prises à périmètre constant sur la période révèle l'importance vitale, pour l'ensemble de l'écosystème, du dynamisme des introductions en Bourse
- 4 La Bourse joue son rôle de moteur pour les entreprises : environ 25% des sociétés présentes en 2006 ont gagné le segment supérieur

+70%

C'est la croissance de l'activité cumulée des quelque 680 *Small* de notre échantillon entre 2006 et 2016

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES SMALL, TOUJOURS PLUS SMALL

Après avoir constaté la surperformance – boursière et économique – des segments *Small* et *Mid* par rapport aux *Large* sur les 10 dernières années, analysons à présent la structure du marché européen. Comment évolue-t-il en nombre et en qualité ?

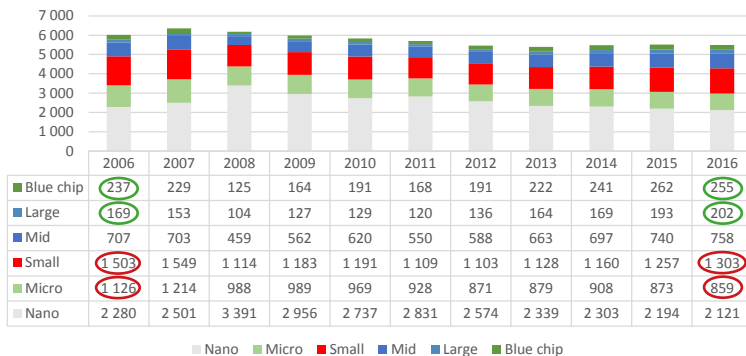
Outre cette analyse, focalisée sur le poids et l'évolution des segments entre eux depuis 2006, l'étude s'attache également cette année à cerner les changements et les impacts sur le modèle économique des acteurs de l'industrie financière découlant de la directive européenne MIFID 2 qui entrera en vigueur en janvier 2018.

Analyse et évolution du nombre de sociétés européennes cotées entre 2006 et 2016

Le graphique suivant présente l'évolution du nombre de sociétés cotées (sociétés commerciales et sociétés d'investissement uniquement) par segment de capitalisation boursière, sur la période observée.

La segmentation retenue est la suivante :

	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
M€	< 50	50 /150	150 /1 000	1 000 / 5 000	5 000 /10 000	> 10 000



Que constatons-nous ? Tout d'abord, le pic du nombre de sociétés européennes cotées est atteint en 2007 avec 6 349 entreprises. Le plus bas survient en 2013 avec 5 395 sociétés, soit une baisse de 15%. Depuis 2013, le nombre de sociétés européennes cotées augmente à nouveau ; il progresse seulement de 2% entre

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

2012 et 2016 et reste inférieur de 13% au pic de 2007.

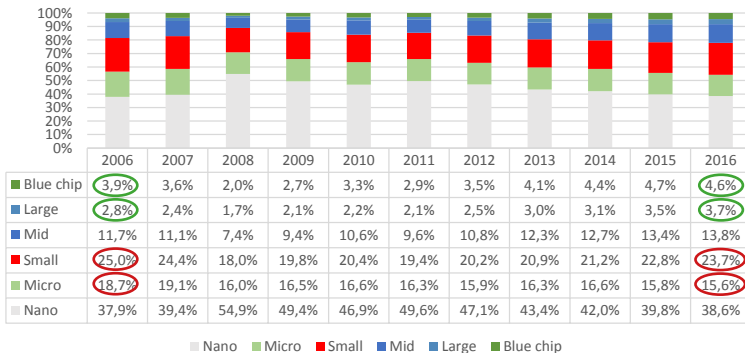
Cette baisse de 13% entre le pic de 2007 et le niveau de 2016 masque une évolution contrastée des différents segments :

En nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Variation 2007 - 2016	-15%	-29%	-16%	8%	32%	11%

Les trois plus petits segments de la cote - *Nano*, *Micro* et *Small* - diminuent, alors que les trois plus importants progressent. Depuis le plus bas de 2013, les segments *Nano* et *Micro* se réduisent respectivement de -9% et -2%, alors que le segment *Small* se redresse (+16%), en ligne avec les *Mid* (+14%), les *Large* (+23%) et les *Blue chip* (+15%)⁸.

Observons à présent le poids des différents segments et leur évolution entre 2006 et 2016.

Evolution du poids des segments (2006-2016)



En nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Poids moy. 2006/2016	44,4%	16,7%	21,4%	11,2%	2,6%	3,6%

Les segments des plus petites valeurs (*Nano*, *Micro*, *Small*) concentrent plus de 80% des sociétés européennes cotées alors que les plus grandes (*Large* et *Blue chip*) en représentent 6%.

8. De manière intentionnelle, nous n'avons pas retenu 2008 comme référence, la forte chute des cours de Bourse ayant généré cette année-là des mouvements artificiels entre les segments.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES SMALL, TOUJOURS PLUS SMALL

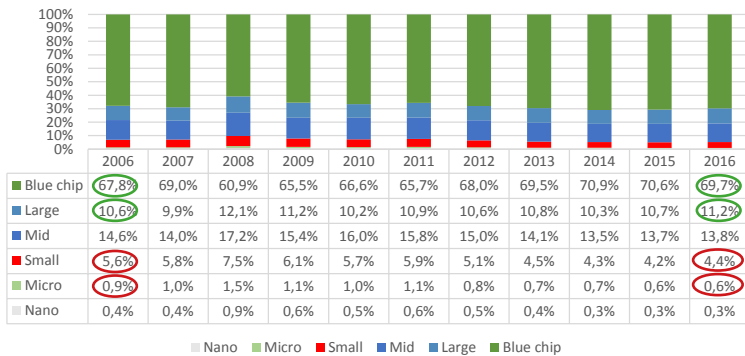
Nos constats

- Les plus petites valeurs de la cote représentent près de 80% des sociétés européennes cotées
- Le nombre de sociétés européennes cotées enregistre une baisse à 2 chiffres depuis le pic de 2007 (-13%)
- Ce sont les segments des plus petites valeurs qui chutent alors que les segments supérieurs (*Large*, *Blue chip*) se renforcent significativement (+32% pour les *Large*, +11% pour les *Blue chip*)

Analyse et évolution du poids en capitalisation boursière entre 2006 et 2016

La capitalisation boursière est l'indicateur clé utilisé pour segmenter notre univers. Le tableau suivant révèle le poids de chaque segment, capitalisations boursières agrégées, au cours de la dernière décennie.

Evolution du poids des segments (2006-2016)



En Σ capitalisations	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Poids moy. 2006/2016	0,5%	0,9%	5,4%	14,8%	10,8%	67,7%

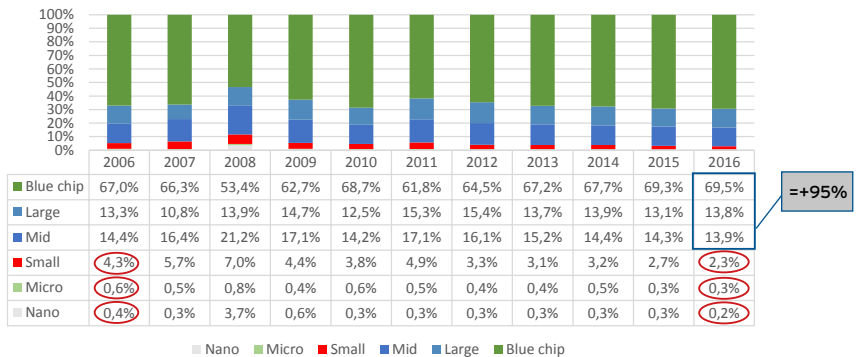
Les résultats de l'analyse par la somme des capitalisations sont un négatif quasi parfait de l'analyse par nombre : alors qu'ils constituent 80% des sociétés cotées, les segments inférieurs (*Nano*, *Micro*, *Small*) représentent seulement 7% de la capitalisation boursière.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

Analyse et évolution des différents segments en volumes de transactions

La structure des sociétés européennes cotées peut également s'analyser en agrégeant les volumes de transactions. Ces derniers représentent les montants échangés par société sur chacune des 10 années considérées, et agrégés par segment.

Evolution du poids des segments (2006-2016)



En Σ volumes de transaction	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Poids en volume agrégé	0,6%	0,5%	4,1%	15,8%	13,7%	65,3%

Cette analyse par les volumes de transactions délivre une information similaire à celle révélée par l'analyse selon la capitalisation boursière : les trois segments supérieurs (*Mid*, *Large*, *Blue chip*) concentrent en moyenne **95% des volumes, pour 93% de la capitalisation**, alors qu'ils représentent 17% de l'ensemble des sociétés.

A l'inverse, les trois segments inférieurs (*Nano*, *Micro*, *Small*) – 83% des sociétés cotées – concentrent seulement **5% des volumes et représentent 6,8% de la capitalisation boursière**.

Notons également l'évolution frappante du poids des plus petites valeurs par rapport aux autres segments depuis 2011 (sans tenir compte des chiffres de 2008, brouillés par les évolutions extrêmes des valorisations cette année-là) : **ces petites valeurs s'effondrent, passant de 5,5-6% en 2006/2007 à 2,3% en 2015/2016**. En valeur absolue, ces évolutions reposent sur une progression de 50% des volumes pour les deux segments *Large* et *Blue chip* après le plus bas de 2009, alors que les volumes des trois segments inférieurs chutent de 25%.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	Sous total <i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue Chip</i>	Sous total <i>Large</i>
2009	44 451	32 860	336 376	413 687	1 295 435	1 114 241	4 749 859	5 864 100
2010	21 717	50 905	319 934	392 556	1 182 161	1 042 843	5 735 265	6 778 108
2015	34 484	33 220	315 491	383 195	1 684 804	1 545 607	8 148 026	9 693 633
2016	22 394	35 370	252 230	309 995	1 499 406	1 488 968	7 504 448	8 993 415
Var% 2009/16	-49,6%	7,6%	-25,0%	-25,1%	15,7%	33,6%	58,0%	53,4%

Source : Capital IQ / La Financière de l'Échiquier

Analyse de l'impact sur le modèle économique du marché financier

Une entreprise se cote en Bourse pour **quatre raisons essentielles** : lever des fonds, permettre aux actionnaires/fondateurs de vendre une partie de leurs positions, simplifier les transactions de type acquisition/cession grâce à la détermination d'un prix, et enfin, gagner en visibilité et en crédibilité auprès des parties prenantes (clients, fournisseurs, salariés, actionnaires...).

Les principaux acteurs des marchés financiers que sont les places financières, les sociétés de Bourse et de gestion ont en commun leur modèle, qui repose sur les volumes. Sans aborder la situation spécifique des places de marché telles qu'Euronext, le London Stock Exchange ou Deutsche Börse, concentrons-nous sur le rôle des deux autres acteurs, les sociétés de Bourse - l'intermédiation - et les sociétés de gestion d'actifs.

Les sociétés de Bourse fournissent jusqu'en 2016 deux types de services : le service d'exécution des ordres et la publication de notes de recherche sur les sociétés cotées. A chaque ordre passé par une société de gestion, la société de Bourse prélevait un pourcentage (compris en moyenne entre 1 et 1,5‰) pour payer ces deux prestations.

Compte tenu de ce modèle fondé sur les volumes, les segments *Small* cumulent un double handicap avec un grand nombre de sociétés et un très faible volume, qui constitue un casse-tête économique pour les sociétés de Bourse. Un casse-tête que les deux tableaux suivants illustrent.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

Volumes annuels médians par segment (2006-2016)

M€	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
2006	6,0	30,3	141,7	1 491,7	7 611,8	20 169,9
2007	5,7	31,5	181,1	2 300,1	9 036,8	28 236,6
2008	3,5	26,9	216,2	2 988,9	12 213,0	34 331,4
2009	2,1	15,6	88,3	1 277,5	5 880,1	18 316,4
2010	2,3	15,8	91,0	1 210,9	5 874,2	18 706,0
2011	2,5	18,3	115,3	1 421,5	6 528,0	21 007,1
2012	2,0	15,0	78,4	1 207,9	5 845,1	17 750,8
2013	2,6	15,7	85,9	996,6	5 277,8	16 411,1
2014	2,9	18,5	109,2	1 039,5	5 460,8	18 586,3
2015	3,1	17,4	97,4	1 103,0	6 473,4	21 316,0
2016	3,0	15,4	80,7	1 021,0	6 248,1	19 162,1

Volumes annuels médians par segment (2006-2016)

En K€	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Taux de courtage ⁹	0,015%	0,015%	0,015%	0,010%	0,010%	0,010%
2006	1,8	9,1	42,5	298,3	1 522,4	4 034,0
2007	1,7	9,4	54,3	460,0	1 807,4	5 647,3
2008	1,0	8,1	64,8	597,8	2 442,6	6 866,3
2009	0,6	4,7	26,5	255,5	1 176,0	3 663,3
2010	0,7	4,7	27,3	242,2	1 174,8	3 741,2
2011	0,8	5,5	34,6	284,3	1 305,6	4 201,4
2012	0,6	4,5	23,5	241,6	1 169,0	3 550,2
2013	0,8	4,7	25,8	199,3	1 055,6	3 282,2
2014	0,9	5,6	32,8	207,9	1 092,2	3 717,3
2015	0,9	5,2	29,2	220,6	1 294,7	4 263,2
2016	0,9	4,6	24,2	204,2	1 249,6	3 832,4
Moyenne	1,0	6,0	35,0	292,0	1 390,0	4 254,4

Qu'observons-nous ? Sur la période 2006/2016, une *Nano* a généré en moyenne 1 000 euros de frais de courtage sur une année, un montant qui s'élevait à 4,25 millions d'euros pour une *Blue chip*. Pour une *Mid*, il était de l'ordre de 300 000 euros, ce qui est peu pour une industrie à forts coûts fixes. Soulignons qu'un analyste financier est en mesure de suivre entre 5 et 20 sociétés maximum en fonction de leur complexité. Ainsi, en suivant 20 *Small*, celui-ci se place sur un marché de l'ordre de 700 000 euros (20 multiplié par 35 000 euros) mais de l'ordre de 7 millions d'euros s'il suit 5 *Large*. **Les sociétés de Bourse n'ont donc aucun intérêt économique immédiat à suivre des *Small*.**

Le modèle économique des sociétés de gestion repose quant à lui essentiellement sur un pourcentage annuel de rémunération qui oscille entre 0,3 et 2,5% en fonction de différents paramètres (provenance des fonds, type de gestion, univers

9. Taux de courtage déterminé et prise en compte de l'achat et de la vente.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

d'investissement...). Sur la décennie passée, le taux moyen est de 1,5%.

Deux contraintes opérationnelles dictent les stratégies de développement des sociétés de gestion.

En premier lieu, **la liquidité** : la taille d'un fonds (en millions d'euros) est donc limitée par la liquidité des sociétés dans lesquelles ce dernier est investi. Plus un fonds grossit, plus son univers d'investissement se réduit aux sociétés les plus liquides. Par ailleurs, afin d'éviter de trop impacter le cours de Bourse, il est nécessaire de se limiter à 30% du volume quotidien maximum.

Seconde contrainte, **le cerveau humain** : à l'instar de l'analyste des sociétés de Bourse, un gérant d'actifs ne peut correctement suivre qu'un nombre limité d'entreprises. En pratique, un portefeuille de gestion active se concentre sur une quarantaine de valeurs.

Le tableau ci-dessous illustre la mise en équation des contraintes des sociétés de gestion :

	Nombre lignes	40	40	40	40	40	40	40
	Taille du fonds M€	30	50	75	100	200	300	400
	Taille de la ligne M€	0,8	1,3	1,9	2,5	5,0	7,5	10,0
	% max Vol./j	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Segment	Volume médian annuel	Nombre de jours nécessaires pour investir/désinvestir 1 ligne						
Nano	3	189	314	471	629	1257	1886	2514
Micro	20	31	51	76	102	204	306	408
Small	117	5	9	13	17	35	52	70
Mid	1 460	0	1	1	1	3	4	6
Large	6 950	0	0	0	0	1	1	1
Blue Chip	21 272	0	0	0	0	0	0	0

Ainsi, la taille d'un fonds spécialisé sur l'univers des *Micro* ne pourra excéder 50 millions d'euros, la liquidité devenant ingérable au-delà de ce seuil (76 jours sont nécessaires pour liquider une ligne pour un fonds de l'ordre de 75 millions d'euros). Or, la rentabilité d'un fonds est directement liée à sa taille (50 millions d'euros x 1,5% = 750 000 euros de chiffre d'affaires pour la société de gestion). Pour un fonds *Mid* ou *Large*, 1 000 millions d'euros peuvent être gérés sans aucun stress de liquidité avec une base de coûts fixes assez similaire (1 000 millions d'euros x 1,5% = 15 millions d'euros de chiffre d'affaires annuel pour la société de gestion).

Synthèse

Les trois plus petits segments de la cote représentent la très grande majorité des sociétés cotées (80%) mais ne pèsent que 6,8% de la capitalisation totale et moins de 5% des volumes de transaction. Au regard de leur persistance sur les dix années observées, on peut considérer ces données comme structurelles.

Ces caractéristiques génèrent des contraintes économiques pour les deux principales parties prenantes de l'écosystème financier, les sociétés de Bourse et les sociétés de gestion : d'un point de vue économique, **celles-ci ont tout intérêt à se concentrer sur les segments supérieurs de la cote.**

Plusieurs questions découlent de ces résultats : le marché financier a-t-il besoin de ces milliers de sociétés cotées *Nano*, *Micro* et *Small* ? Qu'apportent-elles à l'écosystème alors que leur suivi représente un coût économique pour ses parties prenantes qui doivent générer des financements ? Leur diminution, constatée depuis 2006, est-elle un phénomène sans conséquences ?

Analyse et évolution du flux de sociétés entre 2006 et 2016

L'analyse des flux de sociétés entre 2006 et 2016 a pour objectif de comprendre comment leur nombre est passé de 6 022 sociétés cotées en 2006 à 5 498 en 2016. Comment, surtout, expliquer le tarissement des segments *Small* alors que les segments *Mid*, *Large* et *Blue chip* augmentent ?

Six catégories de flux doivent être prises en considération, que nous classons en quatre grands types :

- **les introductions en Bourse**, ou IPO (*Initial Public Offering*) ;
- **les retraits**, principalement motivés par trois raisons : une décision de l'actionnaire majoritaire, une OPA lancée par un tiers non majoritaire et un dépôt de bilan, peu fréquent et difficile à quantifier ;
- **le flux entrant** correspond aux sociétés cotées en 2006 qui intègrent le segment étudié en 2016. Nous distinguons le « **Flux entrant >** » qui dénombre les sociétés provenant d'un segment inférieur et dont la capitalisation boursière a augmenté (les *success stories*) et le « **Flux entrant <** » qui dénombre les sociétés issues d'un segment supérieur, les sociétés en difficulté ;
- **le flux sortant** correspond quant à lui aux sociétés cotées en 2006 qui ont quitté leur segment d'origine pour aboutir dans un autre segment en 2016. Là aussi, nous

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

distinguons le « Flux sortant > » qui dénombre les entreprises ayant atteint un segment supérieur, et le « Flux sortant < » des sociétés ayant rejoint un segment inférieur.

Le tableau suivant résume ces différents flux entre 2006 et 2016.

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
2006	2280	1126	1503	707	169	237
IPOs	44%	31%	32%	31%	24%	11%
Retraits	-53%	-46%	-43%	-27%	-27%	-15%
Flux net externe	-9%	-15%	-11%	4%	-3%	-3%
Flux entrant	13%	26%	25%	36%	69%	26%
>		57%	72%	82%	80%	26%
<	100%	43%	28%	18%	20%	
Flux sortant	-11%	-35%	-28%	-32%	-46%	-15%
>	100%	50%	49%	47%	50%	
<		50%	29%	53%	50%	100%
Flux net interne	2%	-9%	-3%	4%	22%	11%
2016	93%	76%	87%	107%	120%	108%

Analysons l'évolution des *Large*.

Introductions en Bourse (IPO) / retraits

Sur 169 *Large* cotées au 31 décembre 2006, les IPO réalisées entre 2007 et 2016 ont enrichi le segment de 24% (+41 sociétés). Les retraits survenus entre 2007 et 2016 ont quant à eux représenté 27% des 169 *Large* (-46 sociétés). **Les introductions en Bourse n'ont donc pas couvert les sorties de la cote**, le flux net externe étant de -3% (5 sociétés). C'est le cas pour tous les segments, à l'exception du segment des valeurs moyennes qui dégage un flux net externe positif (+25 sociétés). Consolidé, le flux net externe est négatif (-524 sociétés) et correspond à une baisse de 9% des sociétés cotées entre 2006 et 2016 (-13% entre le pic de 2007 et 2016).

Flux entrant

Aux 169 *Large* cotées au 31 décembre 2006 se sont ajoutées 116 entreprises (+69%) en provenance d'autres segments. Sur ces 116 sociétés, 80% sont issues de segments inférieurs et sont donc des *success stories*. A l'inverse, 20% proviennent du segment supérieur, des *Blue chip* en 2006 devenues des *Larges*, dont la capitalisation boursière était inférieure à 10 milliards d'euros au 31 décembre 2016.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

Flux sortant

Sur les 169 *Large* cotées au 31 décembre 2006, 46% (78 sociétés) ont quitté ce segment : 50% sont devenues des *Blue chip*, 50% ont basculé vers des segments inférieurs.

Cette analyse livre trois enseignements :

- **les introductions en Bourse** ne permettent pas de couvrir les retraits de la cote. Avec une moyenne annuelle de 6% pour l'ensemble du marché sur la période 2006/2016, ces retraits peuvent être considérés comme structurels ;
- **les flux sortants** résultant de la régression de sociétés vers des segments inférieurs sont également structurels. Ils sont générés par divers phénomènes tels que les mutations technologiques, les erreurs de gestion, la concurrence...
- **la progression en nombre de sociétés des trois segments supérieurs est tributaire du réservoir des segments inférieurs.** Si ce phénomène perdure, les « flux entrants » vont naturellement diminuer au cours des dix prochaines années, entraînant inéluctablement la stagnation, puis la diminution des segments *Large* et *Blue chip*.

Le modèle économique du marché financier repose donc exclusivement sur les segments supérieurs de la cote, *Large* et *Blue chip*. **Un tarissement durable** de ces segments aurait non seulement des conséquences significatives pour l'industrie de la finance comme pour les écosystèmes qui en dépendent, celui des retraites notamment. Il serait également **dommageable pour le dynamisme économique européen** dans son ensemble, et donc pour la création d'emplois.

MIFID 2, une nouvelle ère ?

Nous avons démontré, d'une part, que le modèle économique du marché financier repose sur moins de 10% des sociétés cotées (les *Large*) ; et d'autre part, que la progression du nombre de *Large* est tributaire des segments inférieurs, le nombre d'introductions en Bourse de *Large* ne compensant pas les retraits. Ainsi, les *Mid* et *Small* constituent le réservoir des *Large*, et les actuelles *Large* financent jusqu'ici l'ensemble du système.

Ces règles seront modifiées le 3 janvier 2018 avec l'**entrée en vigueur de la directive européenne MIFID 2**, une réglementation destinée à **améliorer la transparence des marchés financiers**. Si son impact est encore incertain, il est toutefois possible de prévoir quelques-unes de ses conséquences et d'en dessiner les grands enjeux pour l'écosystème européen en général et les petites valeurs en particulier.

Ce qui change

Jusqu'ici, une société de gestion passait des ordres et rémunérait un service global comprenant l'exécution de l'ordre ainsi que les services de recherche, à savoir la recherche elle-même, l'accès aux analystes ou encore l'organisation d'entretiens avec les équipes dirigeantes des sociétés. Nous avons estimé le montant moyen des commissions de l'ordre de 0,08% pour l'ensemble de la gestion active en Europe au cours des dix dernières années. Cette estimation approximative repose sur le retour du terrain, aucune statistique précise n'étant disponible. Précisons également que ces commissions prélevées sur les fonds sous gestion sont acquittées par les investisseurs.

Les griefs des associations de consommateurs (principalement anglo-saxonnes) à l'encontre des autorités européennes se focalisent essentiellement sur deux points :

- les critères sur lesquels les sociétés de gestion sélectionnent les sociétés de Bourse,
- la recherche « actions », qui est un produit et non un service dépendant, comme l'exécution, de flux, et qui doit être indépendante du taux de rotation des portefeuilles.

Ces réflexions ont abouti à la réglementation MIFID 2 qui imposera la **séparation des activités d'exécution et des activités de recherche**. De cette distinction découlent deux changements concrets dans le fonctionnement du modèle économique des marchés financiers.

10. Parmi les points clés de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIFID) 2, l'introduction d'une nouvelle catégorie de plateformes de négociation (OTF), l'encadrement du trading algorithmique et du *trading* à haute fréquence, l'encadrement de la négociation de gré à gré, la création d'un marché de croissance des PME, l'extension des exigences de *transparence*, renforcement du dispositif de protection des investisseurs en matière d'inducements, des obligations en matière de « *best execution* », etc.

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

La société de gestion devant mettre en place un processus de « *best selection* » des sociétés de Bourse dans le cadre de l'exécution des ordres, l'exécution devient la clé de sélection d'une société de Bourse. Elle sera rémunérée environ 0,05%. Alors qu'il était jusqu'ici ajusté *ex post*, le prix de vente des services de recherche sera fixé *ex ante* sur une base annuelle.

Les conséquences de ces changements sont doubles :

- **l'accélération de la concentration des flux d'exécution** vers des acteurs, globaux ou régionaux, capables d'investir dans les technologies d'exécution de plus en plus complexes pour embrasser l'ensemble des sources de liquidités ;
- un probable et significatif **impact déflationniste sur les montants de courtage** prélevés par les sociétés de Bourse au détriment de la rémunération des services de recherche.

L'impact pour l'écosystème des *Small* devrait être encore plus important, les volumes traités sur le segment des *Small* étant insuffisants pour rémunérer une société de Bourse spécialisée, souvent locale.

La nouvelle réglementation ne devrait plus permettre aux sociétés de gestion de rémunérer, au nom du principe de « *best selection* », un service de recherche sur des *Small* par des ordres sur des *Large*, comme c'est le cas jusqu'à présent. Ainsi, les flux *Large* (85% du total des flux) risquent de désertier les sociétés de Bourse locales, et les flux *Small* auxquels elles pourraient prétendre ne seront sans doute pas suffisants pour leur permettre de conserver un service d'exécution et de recherche. Or ces sociétés de Bourse locales sont des acteurs essentiels : elles assurent un flux d'introductions en Bourse des plus petites valeurs (*Small*), des valeurs qui, dix ou vingt ans plus tard, deviendront pour certaines d'entre elles des *Large*.

Que peut-il se passer ?

Il n'est guère possible à ce stade de forger des certitudes sur les conséquences engendrées pour les sociétés de Bourse, ni pour la recherche, qui devrait être, à n'en pas douter, la principale victime de cette nouvelle réglementation. Il est cependant fort probable que nous assisterons au cours des prochaines années à un triple phénomène :

III. STRUCTURE DU MARCHÉ EUROPÉEN : LE SEGMENT DES *SMALL*, TOUJOURS PLUS *SMALL*

1. **une concentration des flux** vers un nombre restreint d'acteurs globaux avec, en première ligne, les grandes banques américaines, probables grandes gagnantes de cette réforme,
2. **une réduction de l'offre de recherche** globale, et donc de la diversité d'informations, sous l'effet de la forte accélération du phénomène déflationniste déjà à l'œuvre depuis au moins quinze ans. La récente décision d'Union Asset Management, la 3^e société de gestion allemande par la taille avec 310 milliards d'euros d'encours sous gestion, de réduire drastiquement ses fournisseurs de recherche externe risque de faire florès au cours des mois qui viennent.
3. la mise en danger des modèles économiques des sociétés de Bourse locales avec **la probable disparition de certains acteurs locaux en Europe.**

Quel avenir pour l'univers des *Small* ?

On peut redouter que l'avenir s'assombrisse pour les *Small*. Il existe cependant un cas concret intéressant : le marché suédois, qui fait office d'exception en Europe, a enregistré, ces dix dernières années, une progression de 74% des *Small* cotées.

A RETENIR

- 1 Les segments inférieurs de la cote – *Nano*, *Micro* et *Small* – représentent 80% de la cote mais seulement 7% de la capitalisation boursière, quand les segments *Large* et *Blue chip* représentent 6% des sociétés cotées mais 80% de la capitalisation boursière
- 2 Les petites valeurs poursuivent leur baisse en poids et en nombre ; un constat inquiétant pour l'avenir de l'écosystème tout entier
- 3 Après une très légère amélioration ces deux dernières années, les introductions en bourse sont reparties à la baisse en 2016. Celles-ci ne permettent pas de couvrir les retraits de la cote
- 4 L'impact des dispositions de MIFID 2 sur les sociétés de Bourse et la recherche devrait être substantiel, comme il devrait l'être sur l'univers des *Small*

125%

de la progression, sur dix ans, du nombre de
Large proviennent du segment *Mid*

IV. FOCUS PAR PAYS

Comme l'an dernier, nous avons effectué une analyse par pays afin de regarder les différentes tendances à l'œuvre localement et, le cas échéant, repérer les bonnes pratiques visant à renforcer les écosystèmes nationaux. De nouveaux pays font l'objet d'une étude cette année. Outre la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et la Belgique, nous avons cette année analysé plusieurs groupes de pays comme s'il s'agissait d'un seul : le Benelux, la Scandinavie, la Suisse et l'Autriche, l'Espagne et le Portugal.

Commençons par adopter une vue d'ensemble afin de comparer les poids respectifs des entreprises des pays européens étudiés

Nombre d'entreprises en Europe

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Benelux	Scandinavie	Suisse / Autriche	Espagne / Portugal
2006	29%	13%	13%	5%	6%	15%	6%	4%
2007	28%	13%	13%	5%	6%	16%	6%	3%
2012	25%	14%	13%	5%	7%	16%	7%	4%
2016	25%	12%	13%	6%	7%	20%	6%	4%

Poids Σ capitalisations en Europe

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Benelux	Scandinavie	Suisse / Autriche	Espagne / Portugal
2006	29%	12%	15%	6%	10%	9%	10%	7%
2007	25%	14%	16%	6%	10%	9%	10%	8%
2012	30%	13%	14%	4%	10%	10%	12%	5%
2016	27%	14%	14%	4%	11%	11%	13%	5%

Poids Σ volume en Europe

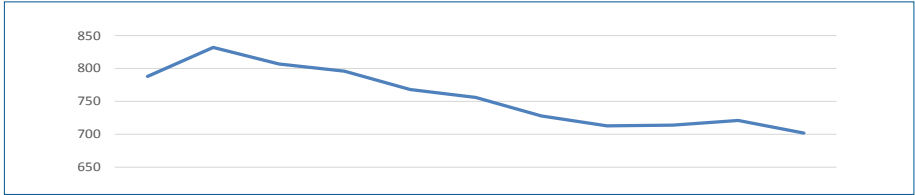
	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Benelux	Scandinavie	Suisse / Autriche	Espagne / Portugal
2006	36%	12%	10%	6%	8%	10%	9%	9%
2007	35%	11%	10%	6%	7%	9%	9%	10%
2012	32%	13%	11%	6%	7%	9%	11%	9%
2016	36%	12%	11%	6%	9%	9%	11%	6%

IV. FOCUS PAR PAYS

FRANCE

L'ÉROSION PAR LA BASE S'ACCENTUE

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
2007/2016	-21%	-35%	-9%	9%	9%	26%	-16%

Le nombre de sociétés françaises cotées a chuté de 16% entre le pic de 2007 et 2016. Une tendance conforme à la moyenne européenne qui touche tout particulièrement les segments *Small*, dont la contraction est substantielle, alors que les valeurs moyennes et les *Large* ont au contraire enregistré une progression significative. L'érosion inquiétante des *Micro* précédemment relevée s'accroît.

Les entreprises françaises à la loupe

Poids en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	45,1%	17,7%	20,7%	9,0%	2,9%	4,5%
2007	41,3%	20,7%	22,6%	8,4%	2,8%	4,2%
2016	38,9%	16,0%	24,5%	10,8%	3,6%	6,3%

Poids Σ capitalisations	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,4%	0,8%	4,4%	11,5%	10,6%	72,2%
2007	0,4%	0,9%	4,6%	9,9%	9,6%	74,6%
2016	0,3%	0,5%	4,0%	10,1%	9,0%	76,1%

Poids Σ volumes	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,2%	0,5%	2,5%	12,0%	11,3%	73,6%
2007	0,2%	0,4%	2,7%	9,3%	9,6%	77,9%
2016	0,2%	0,3%	1,8%	9,6%	9,0%	79,1%

IV. FOCUS PAR PAYS

L'érosion des plus petites valeurs se confirme : en 2016, les segments *Small* représentent 79,3% du nombre de sociétés cotées en France (vs 84,6% en 2007), 4,8% de la capitalisation agrégée (vs 5,9% en 2007) et 2,3% des volumes de transactions (vs 3,2% en 2007).

Le nombre de valeurs moyennes a en revanche progressé de 9% entre 2007 et 2016. Elles représentent désormais 10,8% des sociétés françaises cotées (vs 8,4%). La diminution de leur poids en capitalisation comme en volume est principalement liée à l'accroissement notable des segments *Large* : les métriques de capitalisation médiane /moyenne restent stables autour de 2,2/2,4 milliards d'euros.

Si les segments *Large* ont gagné du terrain, ce sont principalement les *Blue chip* qui ont progressé, en relatif comme en absolu.

Solde introductions en Bourse/retraits de la cote française (2006-2016)

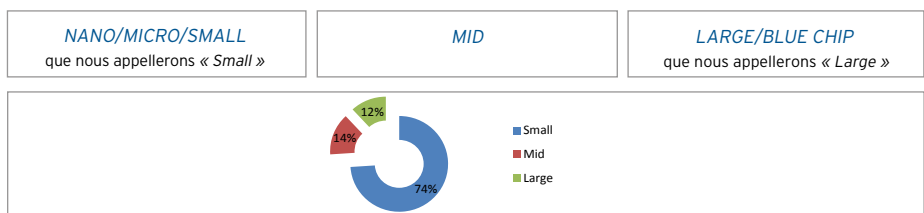
	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
IPOs	113	52	22	15	3	1	206
Retraits	161	54	61	10	2	5	293
Solde	-48	-2	-39	5	1	-4	-87

La progression des segments *Large* s'explique exclusivement par la montée en puissance d'entreprises émanant de segments inférieurs de la cote. Sans ce réservoir de valeurs, les segments *Large* seraient en décroissance.

Le solde négatif entre les nouvelles cotations et les retraits des segments *Small* est flagrant, alors qu'*a contrario*, les segments *Mid* et *Large* atteignent l'équilibre.

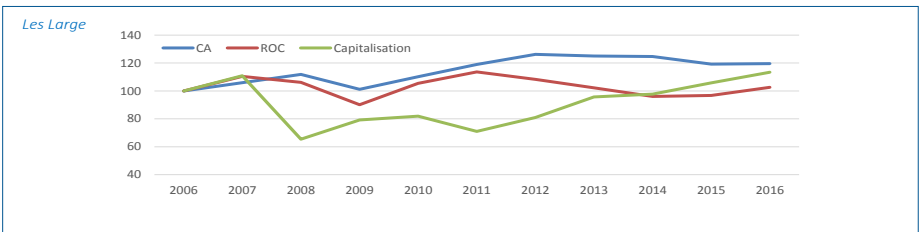
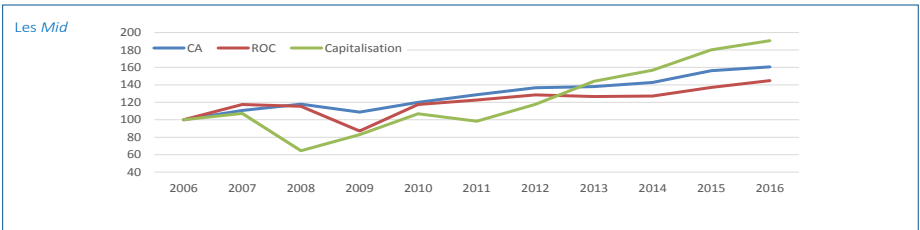
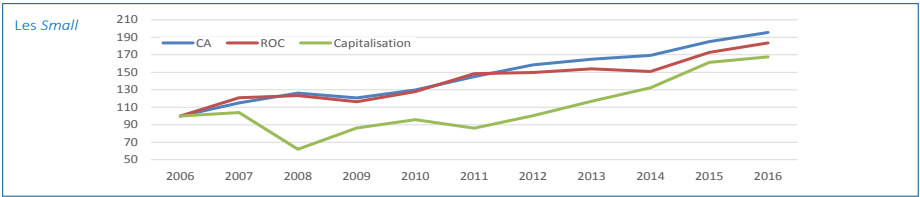
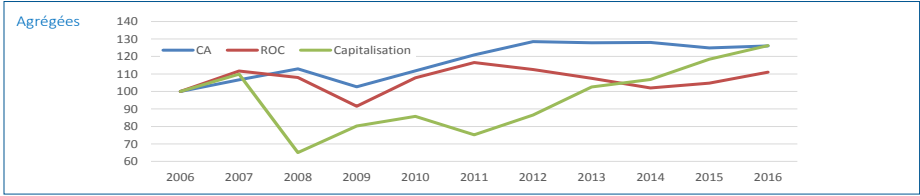
Performances économiques : une Europe en miniature

Pour simplifier l'approche, pour tous les pays, nous avons décomposé l'univers de la cote en 3 grandes catégories.



IV. FOCUS PAR PAYS

Les données de l'échantillon



IV. FOCUS PAR PAYS

Nous pouvons tirer plusieurs enseignements des graphiques qui précèdent. Tout d'abord, l'approche consolidée n'est pas enthousiasmante : le volume d'activité stagne, les résultats sont sous pression et les valorisations augmentent.

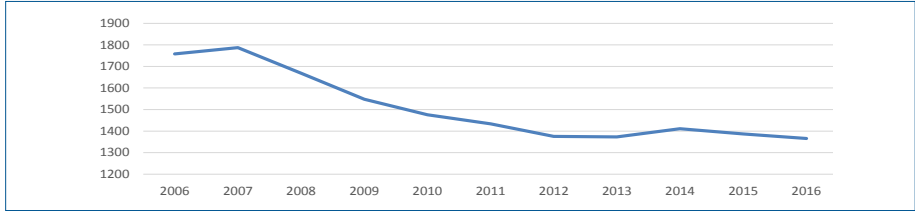
Dans le détail : les *Small* performant économiquement et la valorisation a progressé moins vite (sans risque de bulle). La performance économique des *Mid* a également progressé mais la valorisation a progressé plus rapidement et pourrait devenir un sujet d'inquiétude. La performance économique des *Large*, en revanche, stagne depuis 2011, alors que les valorisations sont entrées dans une zone d'inconfort en 2015.

IV. FOCUS PAR PAYS

ROYAUME-UNI ET IRLANDE

DES NANO EN CHUTE LIBRE ET LES PREMIERS EFFETS DU BREXIT

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
2007/2016	-40%	-25%	-14%	8%	55%	20%	-24%

Un mouvement impressionnant : la diminution du nombre de sociétés cotées – de l'ordre de 24% entre le pic de 2007 et 2016 – est due à la chute libre des segments *Small*. La très forte contraction des plus petites valeurs de la cote s'est accompagnée de la progression des valeurs moyennes et plus encore du segment *Large*.

Les entreprises britanniques et irlandaises à la loupe

Poids en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	47,6%	14,8%	19,5%	11,5%	2,9%	3,7%
2007	48,1%	16,3%	20,5%	10,1%	2,1%	2,9%
2016	37,8%	16,0%	23,1%	14,3%	4,3%	4,5%

Poids Σ capitalisations	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	0,4%	0,7%	4,5%	13,9%	10,3%	70,1%
2007	0,5%	0,9%	5,1%	13,9%	10,1%	69,5%
2016	0,3%	0,6%	4,1%	13,8%	12,2%	69,1%

Poids Σ volumes	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	1,3%	0,4%	4,2%	16,5%	16,6%	61,1%
2007	0,2%	0,4%	8,9%	19,3%	14,9%	56,3%
2016	0,1%	0,2%	1,9%	14,2%	14,2%	69,4%

IV. FOCUS PAR PAYS

Les segments *Small* représentent 76,9% du nombre de sociétés cotées au Royaume-Uni et en Irlande en 2016 (vs 84,9% en 2007), 4,9% de la capitalisation agrégée (vs 6,5% en 2007) et 2,2% des volumes de transactions (vs 9,5% en 2007).

Les valeurs moyennes ont quant à elles vu leur nombre progresser de 8% et leurs poids augmenter pour atteindre 14,3% (vs 11,5% en 2007). La diminution de leur poids, en capitalisation et en volumes, est liée à la forte progression des segments *Large* : les métriques de capitalisation médiane/moyenne restent stables autour de 2/2,3 milliards d'euros. Il n'y a donc pas de phénomène d'appauvrissement.

Les segments supérieurs de la cote ont progressé davantage en poids qu'en termes de capitalisation. Notons toutefois l'explosion des volumes des *Blue chip* d'outre-Manche, une progression relative par rapport aux autres segments.

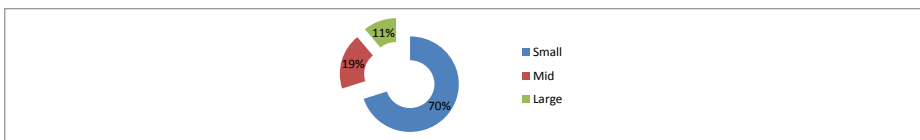
Solde introductions en Bourse/retraits des cotes britannique et irlandaise (2006 - 2016)

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
IPOs	216	99	132	56	9	4	516
Retraits	586	117	137	48	10	10	908
Solde	-370	-18	-5	8	-1	-6	-392

Le solde négatif entre les nouvelles cotations et les retraits est majoritairement dû aux *Nano*, les autres segments maintenant un ratio à l'équilibre.

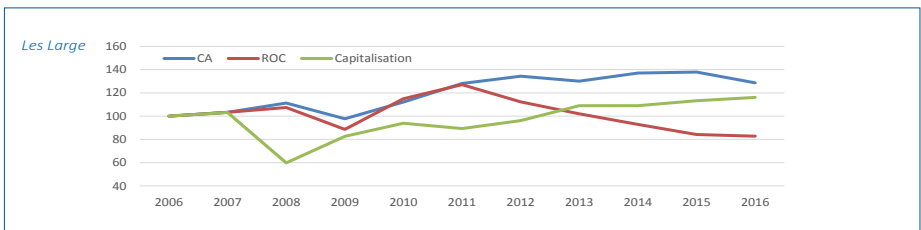
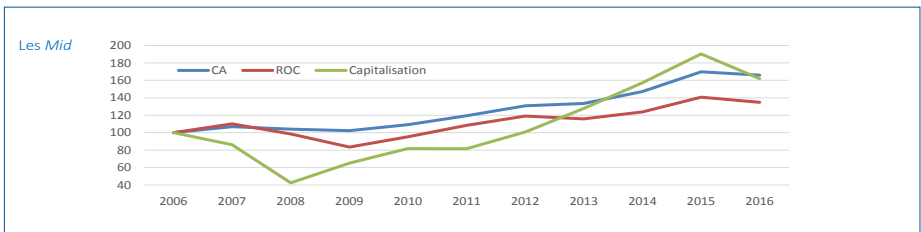
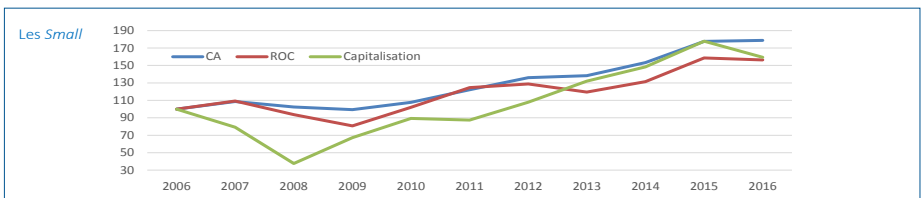
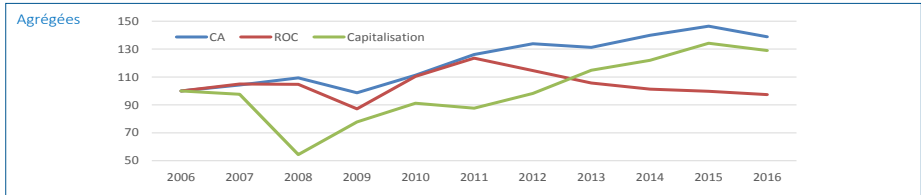
La progression des segments *Large* est cependant exclusivement générée par la montée en puissance de sociétés issues de segments inférieurs. Sans ce réservoir d'entreprises, les segments *Large* auraient décliné.

Performances économiques : ce mortel ennui



IV. FOCUS PAR PAYS

Les données de l'échantillon



En consolidé, le parcours n'a pas de quoi soulever l'enthousiasme : le niveau d'activité plafonne à partir de 2011 et les résultats chutent. La capitalisation suit la performance du volume d'activité, avec une baisse notable en 2016 liée à l'effet de change consécutif au Brexit.

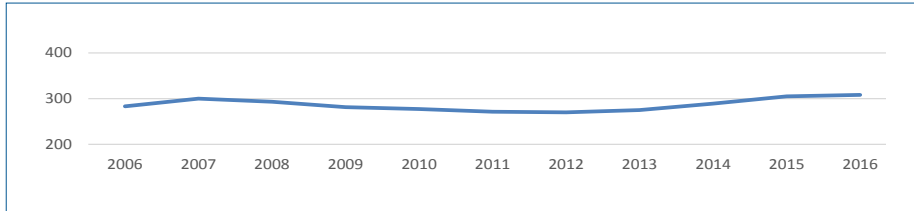
Les *Small* et les *Mid* font quasiment jeu égal sur la période tandis que les *Large* sont en décalage, surtout en ce qui concerne les résultats opérationnels (ROC).

IV. FOCUS PAR PAYS

ALLEMAGNE

L'ASSÈCHEMENT DU MARCHÉ PAR LA RACINE

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
2007/2016	-31%	-35%	-18%	11%	53%	0%	-31%

Le nombre de sociétés cotées allemandes a chuté de 31% entre le pic de 2007 et 2016. Les segments *Small* se sont fortement contractés, alors que les segments *Mid* et surtout *Large* ont affiché une progression significative.

Un fait notable : contrairement au Royaume-Uni ou à la France, le nombre de *Blue chip* allemandes est resté stable entre 2007 et 2016.

Les entreprises allemandes à la loupe

Poids en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	49,5%	17,4%	18,1%	9,1%	2,1%	3,9%
2007	45,3%	19,6%	20,4%	8,6%	1,8%	4,3%
2016	40,6%	16,5%	21,5%	12,4%	3,5%	5,5%

Poids \sum capitalisations	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	0,5%	1,0%	4,6%	12,3%	9,3%	72,3%
2007	0,5%	0,9%	4,7%	10,7%	7,4%	75,8%
2016	0,2%	0,6%	3,4%	11,1%	9,4%	75,3%

Poids \sum volumes	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	1,3%	0,4%	4,2%	16,5%	16,6%	61,1%
2007	0,2%	0,4%	8,9%	19,3%	14,9%	56,3%
2016	0,1%	0,2%	1,9%	14,2%	14,2%	69,4%

IV. FOCUS PAR PAYS

Les segments *Small* représentent 78,6% du nombre total de sociétés allemandes cotées en 2016 (vs 85,3% en 2007), 4,2% de la capitalisation agrégée (vs 6,1% en 2007) et 2,3% des volumes de transactions (vs 4,4% en 2007).

Les valeurs moyennes ont vu leur nombre augmenter de 11% ; les autres métriques sont toutefois plutôt stables sur la période.

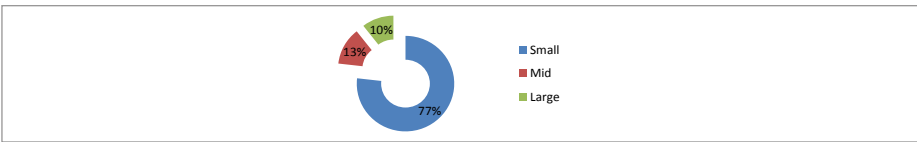
Le segment *Large* enregistre quant à lui une croissance de 53% en nombre de sociétés. Passant de 15 à 23 entreprises, ce segment de la cote a donc rattrapé son retard par rapport à la France. Il a gagné du terrain sur tous les autres segments, à l'exception de celui des *Mid*. Il pèse, en 2016, 9,4% de la capitalisation et représente 11,4% des volumes allemands.

Solde introductions en Bourse/retraits de la cote allemande (2006-2016)

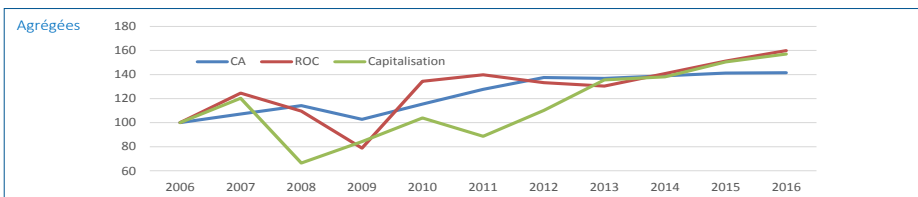
	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
IPOs	93	49	43	18	5	3	211
Retraits	197	62	61	25	9	3	357
Solde	-104	-13	-18	-7	-4	0	-146

Aucun segment ne ressort en positif sur la période étudiée, le segment des *Nano* se distinguant néanmoins une fois de plus par une forte baisse. La progression des segments *Mid* et *Large* se nourrit donc exclusivement des flux internes à la cote, donc de sociétés déjà cotées issues des segments inférieurs.

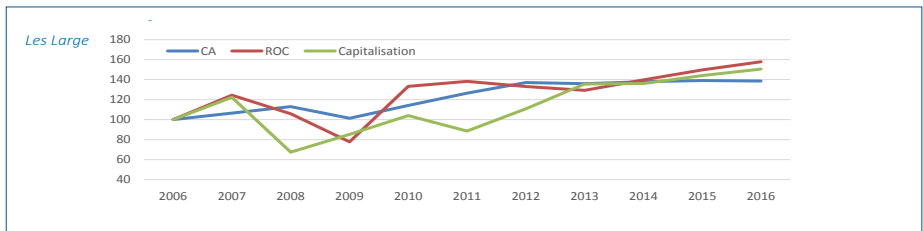
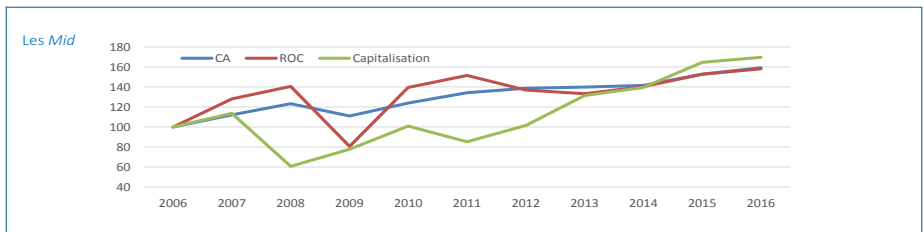
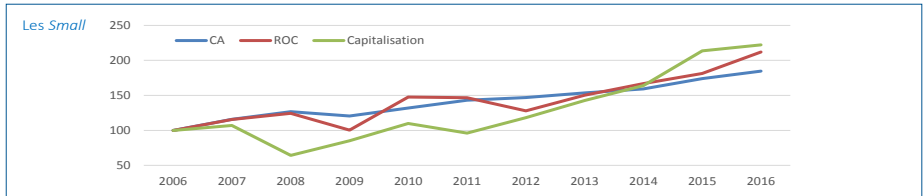
Performances économiques : un bon élève



Les données de l'échantillon



IV. FOCUS PAR PAYS



Les données économiques consolidées révèlent une sensibilité à la crise, plus forte qu'en France, à la baisse en 2009, puis à la hausse jusqu'en 2012 : à cette date, le volume d'activité stagne alors que les marges et les valorisations repartent à la hausse. Nous ne sommes donc pas dans la configuration européenne, les *Large* allemandes s'en sortent mieux.

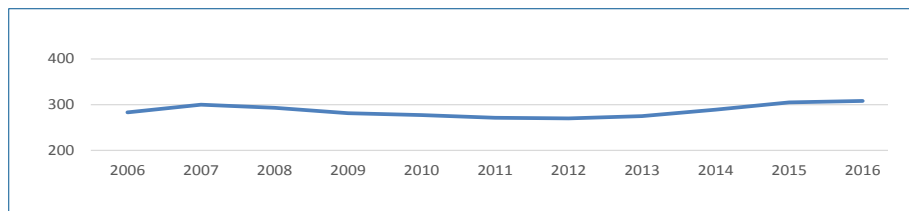
Quant aux *Small*, elles affichent des performances économiques et boursières nettement supérieures à celles des *Mid* et des *Large* et apparaissent économiquement moins volatiles en 2008/2009.

IV. FOCUS PAR PAYS

ITALIE

UNE PROMESSE ?

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
2007/2016	150%	-8%	-43%	-2%	18%	-9%	3%

Le nombre de sociétés cotées en Italie est resté stable sur la période étudiée, avec toutefois une progression particulièrement notable du nombre de *Nano*.

Si le solde introductions en Bourse/retraits est légèrement positif, l'explosion du nombre de *Nano* italiennes est surtout lié - comme en Espagne et au Portugal nous le verrons plus loin - aux flux négatifs des transferts descendants des segments supérieurs. La très mauvaise configuration économique, et donc boursière, de l'Italie a ainsi généré une baisse des capitalisations boursières aboutissant à ce résultat en trompe-l'œil.

Soulignons cependant qu'en dépit d'une conjoncture économique et boursière moins favorable que celle des autres grands pays européens, l'Italie vu le nombre de ses entreprises cotées augmenter - dans de très faibles proportions, mais tout de même. Cette progression devrait favoriser le marché domestique sur le long terme. Un phénomène qui révèle l'efficacité de l'écosystème italien, armé pour assumer son rôle d'alternative face à un système bancaire sous pression.

Les entreprises italiennes à la loupe

Poids en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	29,5%	21,4%	28,1%	14,8%	2,9%	3,4%
2007	14,7%	21,3%	41,0%	15,7%	3,7%	3,7%
2016	35,7%	19,2%	22,7%	14,9%	4,2%	3,2%

IV. FOCUS PAR PAYS

Poids Σ capitalisations	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,5%	1,3%	7,4%	20,5%	12,0%	58,4%
2007	0,2%	1,0%	7,8%	17,0%	12,4%	61,6%
2016	0,5%	1,1%	5,7%	21,7%	17,7%	53,3%

Poids Σ volumes	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,4%	0,6%	5,5%	20,4%	10,3%	62,8%
2007	0,8%	0,9%	6,8%	23,2%	7,9%	60,4%
2016	0,1%	0,2%	2,1%	18,0%	12,5%	67,0%

Contrairement aux autres grands pays européens, **les flux nets de la cote italienne ont été négatifs sur tous les segments**, le nombre de sociétés dont la capitalisation boursière a progressé ayant été inférieur au nombre d'entreprises qui ont emprunté le chemin inverse.

En résulte **la forte progression du nombre de *Nano***, tempérée par une chute de leurs poids à la fois en termes de capitalisation comme de volumes, phénomène également visible dans le segment *Micro*.

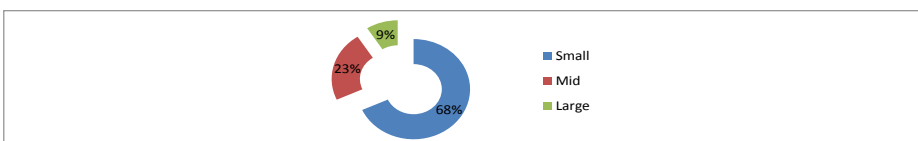
Les *Mid*, *Large* et *Blue chip*, plus implantées à l'international, ont pour leur part mieux résisté, comme en atteste la croissance de leurs capitalisation et volumes.

Solde introductions en Bourse/retraits de la cote italienne (2006-2016)

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
IPOs	56	37	26	11	5	0	135
Retraits	32	22	35	16	4	1	110
Solde	24	15	-9	-5	1	-1	25

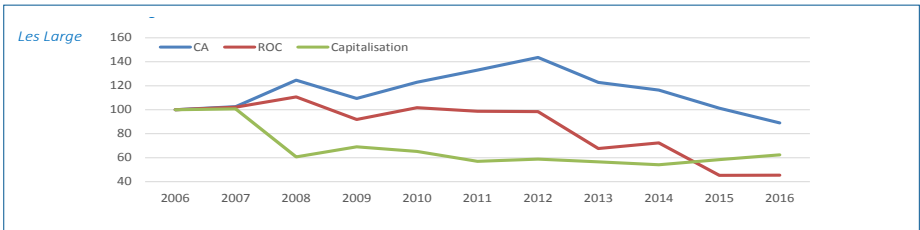
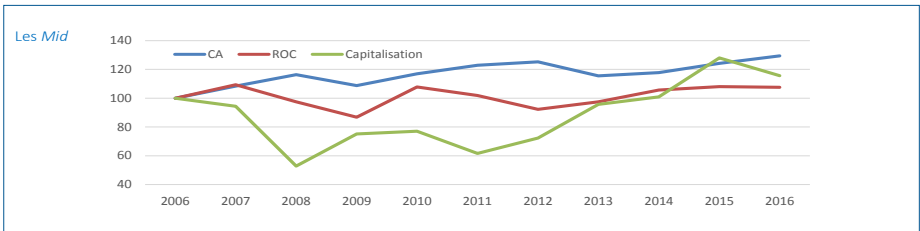
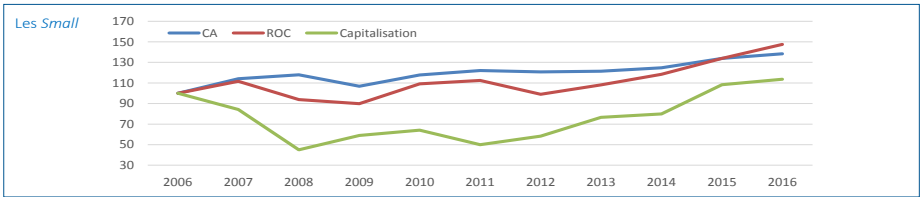
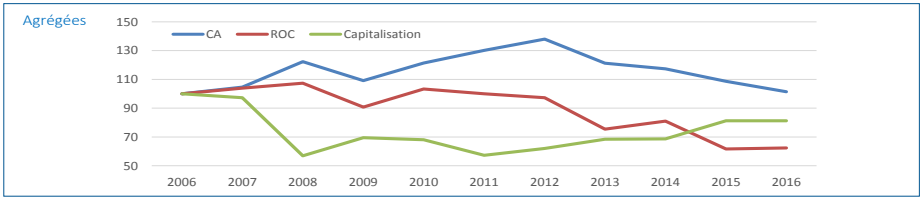
En dépit ou à cause de ces troubles macroéconomiques, les *Nano* et *Micro* ont recherché des solutions de financement sur les marchés financiers comme l'illustre le solde positif sur ces deux segments.

Performances économiques : *Small (and only Small) is beautiful*



IV. FOCUS PAR PAYS

Les données de l'échantillon



En consolidé, les agrégats économiques de notre échantillon sont assez mauvais au cours des 10 dernières années.

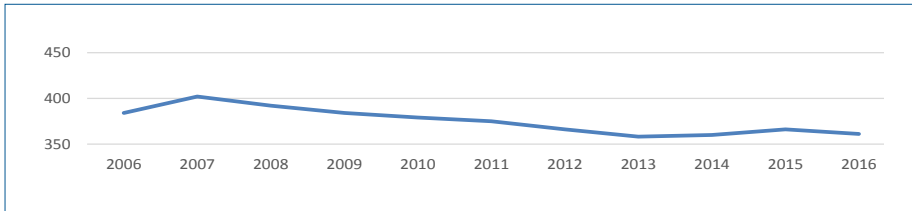
Les *Small* font office d'îlot de croissance et de sérénité, avec des performances plus qu'honorables et un parcours boursier qui semble conserver du potentiel pour l'avenir.

IV. FOCUS PAR PAYS

BENELUX

CES PLATS PAYS...

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
2007/2016	-10%	-41%	-22%	29%	29%	8%	-10%

Le nombre de sociétés cotées dans les trois pays du Benelux a baissé de 10%, un résultat honorable en comparaison de ceux des grands pays européens (France, Allemagne et Royaume-Uni).

Les segments *Small* enregistrent cependant des baisses en ligne avec les tendances observées en France et en Allemagne. Les segments *Mid* et *Large* profitent quant à eux pleinement des flux ascendants d'entreprises provenant des segments *Small*.

Le segment *Mid*, tout comme le *Small*, bénéficie de plus d'un solde significatif d'introductions/retraits - un phénomène suffisamment rare pour être souligné et qui contribue, à parité avec le transfert de sociétés entre segments, à la croissance des valeurs moyennes.

Les entreprises du Benelux à la loupe

Poids en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	30,5%	15,5%	28,8%	15,7%	4,2%	5,3%
2007	25,5%	17,8%	31,0%	16,3%	3,5%	6,0%
2016	25,6%	11,7%	27,0%	23,4%	5,0%	7,2%

Poids Σ capitalisations	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,2%	0,6%	5,1%	13,5%	11,6%	68,9%
2007	0,2%	0,6%	5,0%	11,5%	8,7%	74,1%
2016	0,1%	0,3%	2,9%	13,4%	9,0%	74,4%

IV. FOCUS PAR PAYS

Poids Σ volumes	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	0,2%	0,3%	4,7%	18,0%	14,9%	62,0%
2007	0,1%	0,3%	3,6%	14,0%	7,7%	74,4%
2016	0,0%	0,2%	1,7%	14,8%	13,9%	69,4%

Les valeurs moyennes sont les championnes de la progression en nombre de sociétés, une croissance alimentée par de jeunes pousses issues d'introductions en Bourse ainsi que de transferts des segments inférieurs, ce qui explique la diminution en poids de capitalisation et en volumes des *Mid* sur la période. Un phénomène qui n'altère en rien cette dynamique générale positive.

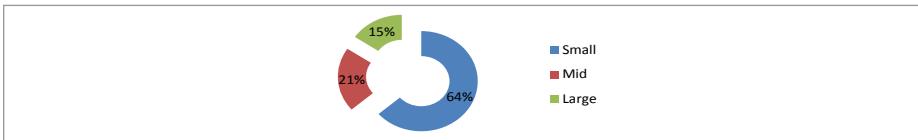
En revanche, la situation des segments *Small* se révèle aussi préoccupante que dans les autres grands pays européens.

Solde introductions en Bourse/retraits de la cote du Benelux (2006-2016)

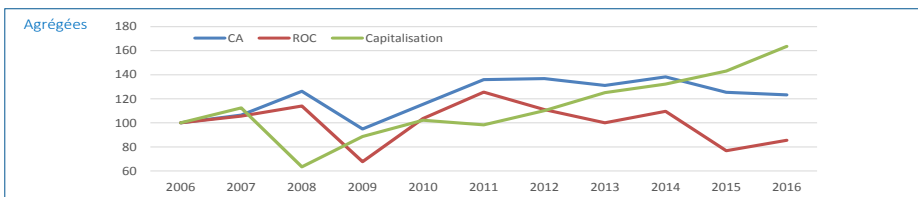
	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
IPOs	25	18	60	33	3	4	143
Retraits	62	25	50	22	4	3	166
Solde	-37	-7	10	11	-1	1	-23

Retenons le solde positif des segments *Small* et *Mid*, une situation trop rare en Europe sur la dernière décennie.

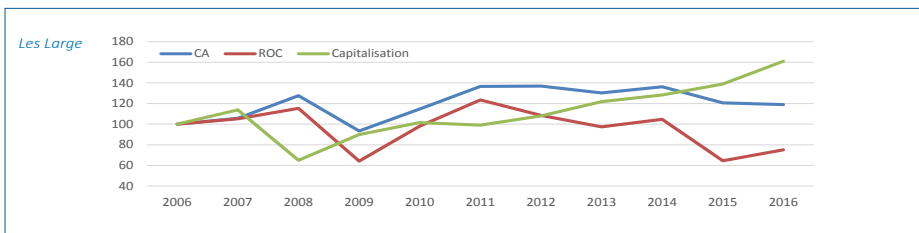
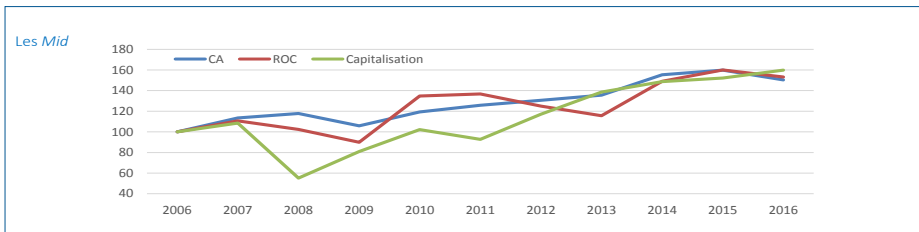
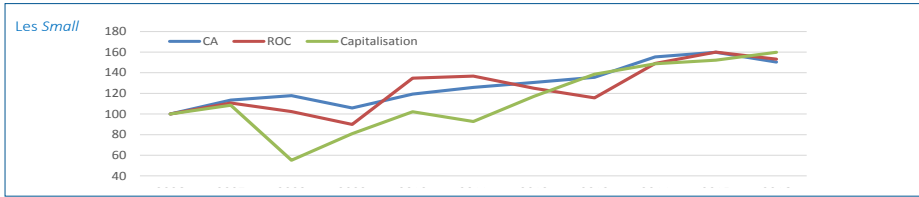
Performances économiques : calculées sur l'Europe



Les données de l'échantillon



IV. FOCUS PAR PAYS

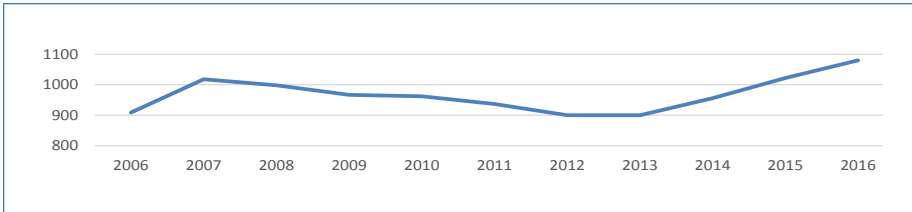


Le profil des agrégats économiques de cette zone est assez proche de celui que nous constatons pour l'Europe avec un volume d'activité en stagnation, voire en légère baisse, des résultats en baisse et des valorisations au plus haut.

Les *Small* ont connu une belle performance économique mais le niveau de valorisation a progressé plus rapidement, ce qui laisse peu de potentiel pour la suite. Les *Mid* font apparaître un profil plus équilibré mais là encore avec des valorisations au plus haut. Les *Large* sont dans une situation de survalorisation au regard des performances économiques sauf à attendre une forte progression des résultats dans les années à venir.

SCANDINAVIE
EN PLEINE SANTÉ

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
2007/2016	15%	-19%	1%	20%	100%	35%	6%

Si la progression globale du nombre d'entreprises scandinaves cotées par rapport au pic de 2007 n'est pas spectaculaire, elle l'est relativement au reste de l'Europe.

Le solde introductions/retraits de la cote est particulièrement positif pour les segments *Small*; la baisse du segment *Micro* et la stagnation du segment *Small* sont donc liées à un transfert ascendant assez fort vers les segments *Mid* et *Large*. La progression positive des *Micro* augure d'un réservoir vivifié suffisant pour nourrir dans les années à venir les segments *Micro* et *Small*.

C'est le type de dynamique que nous aimerions observer sur l'ensemble des marchés européens.

Les entreprises scandinaves à la loupe

Poids en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	46,6%	18,4%	20,9%	9,8%	2,0%	2,4%
2007	39,0%	22,8%	24,7%	9,7%	1,6%	2,3%
2016	42,4%	17,3%	23,4%	11,0%	3,0%	2,9%

Poids Σ capitalisations	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,9%	1,7%	8,7%	21,9%	13,1%	53,8%
2007	0,8%	2,0%	10,1%	21,7%	10,6%	54,8%
2016	0,6%	1,1%	7,8%	19,2%	16,8%	54,5%

IV. FOCUS PAR PAYS

Poids Σ volumes	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	0,6%	1,0%	6,6%	26,8%	16,3%	48,6%
2007	0,5%	0,9%	5,8%	25,3%	12,1%	55,4%
2016	0,7%	0,9%	5,4%	22,0%	21,2%	49,8%

La progression des *Nano* scandinaves, en nombre et en volumes, révèle **le dynamisme sous-jacent de l'écosystème** et constitue un réservoir pour la progression ultérieure des *Micro*. Les segments *Micro* et *Small* accusent le coup en nombre d'entreprises mais surtout en capitalisation puisque ce sont les sociétés les plus importantes qui ont quitté ce segment pour alimenter celui des *Small*.

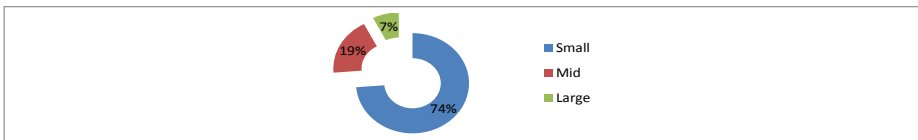
Les valeurs moyennes tiennent en revanche leur rang et **le segment Large explose**, une suprématie en termes de capitalisations qui nourrit de ses *success stories* le segment des *Blue chip*.

Solde introductions en Bourse/retraits de la cote scandinave (2006-2016)

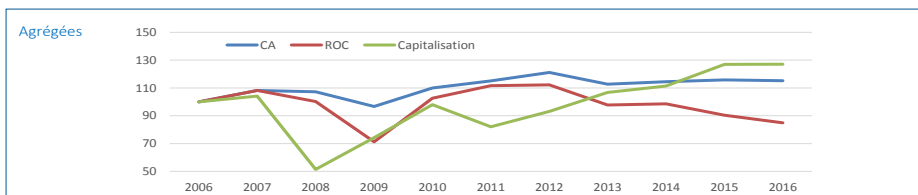
	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
IPOs	330	85	94	25	1	1	536
Retraits	220	61	70	14	0	0	365
Solde	110	24	24	11	1	1	171

Soulignons le solde significativement positif sur tous les segments qui composent la base de la pyramide et qui partout ailleurs en Europe souffrent de décroissance.

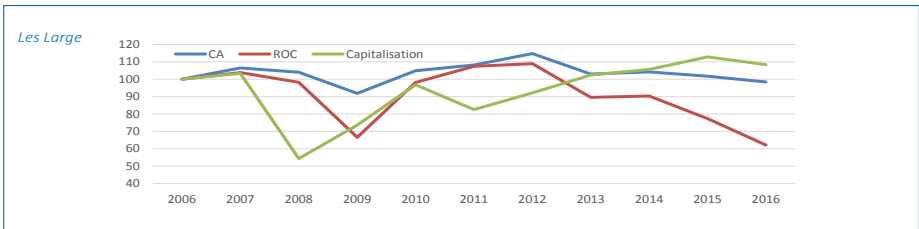
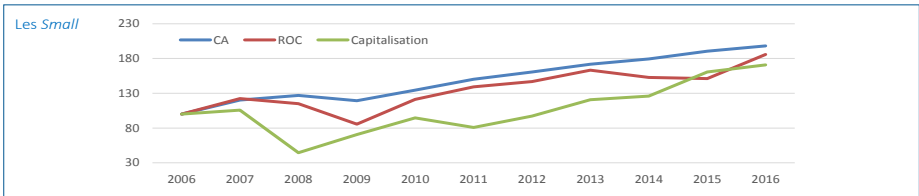
Performances économiques : en ligne



Les données de l'échantillon



IV. FOCUS PAR PAYS



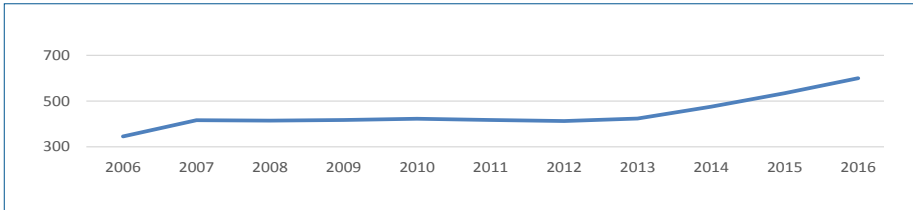
La Scandinavie a connu une évolution en ligne avec ce que l'on peut constater en Europe au cours des 10 dernières années. En consolidé, l'activité est étale depuis 2011, les résultats sous pression, les valorisations en hausse.

Les *Small* ont réalisé un parcours remarquable sur le plan des performances économiques, de la volatilité de ces performances et ce, avec des valorisations qui ont progressé moins rapidement que les données économiques. Les *Mid* ont connu une évolution des agrégats économiques légèrement en-dessous du niveau européen alors que les valorisations ont suivi la même pente, ce qui suggère une inflation de multiples. Les *Large* ont chuté.

SUÈDE

L'EXEMPLE QUI VIEN DU NORD

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
2007/2016	53%	6%	67%	29%	167%	40%	44%

Une analyse plus fine permet de déterminer que les performances scandinaves proviennent essentiellement d'un pays, la Suède, qui connaît une croissance spectaculaire du nombre de ses sociétés cotées. Des données qui flirtent avec les niveaux de pays comme la France ou l'Allemagne, mais avec une population... six à sept fois moins nombreuse.

Comment expliquer ce phénomène suédois ?

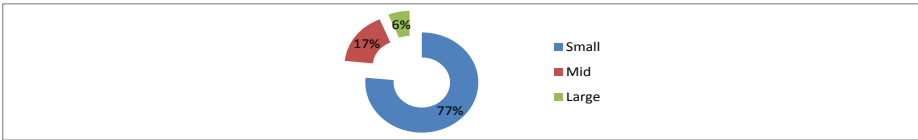
De nombreux facteurs peuvent être mis en avant pour analyser la structure du marché suédois, mais si l'on se concentre sur l'écosystème et sur le modèle économique de l'industrie financière nationale, une spécificité saute aux yeux immédiatement : **l'existence d'un seul et unique intermédiaire financier**, qui domine le pays et est impliqué dans plus de 70% des introductions en Bourse.

Les avantages économiques de cette situation sont nets : ils peuvent conférer à un segment structurellement compliqué comme celui des *Small* des atouts structurants essentiels pour développer un marché efficient.

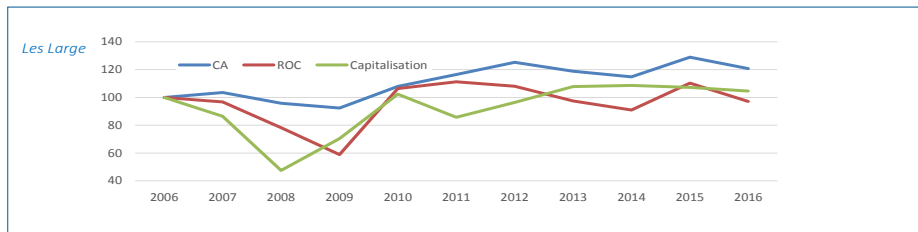
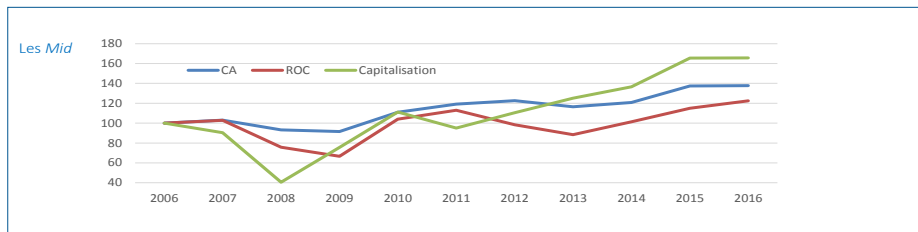
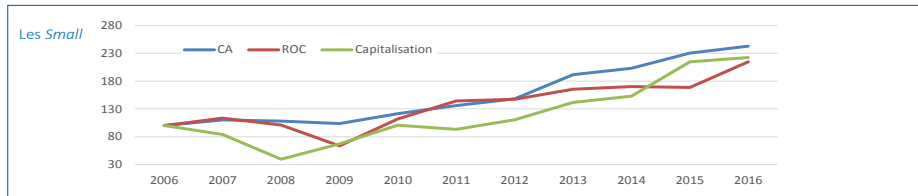
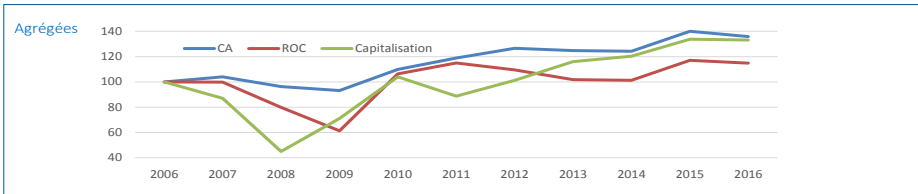
Alors que la directive européenne MIFID 2, qui entre en vigueur en janvier 2018, devrait impacter de façon structurelle l'industrie financière, notamment en termes de concentration, le succès suédois est suffisamment frappant pour être mis en avant.

IV. FOCUS PAR PAYS

Performances économiques : l'Europe à cœur



Les données de l'échantillon



IV. FOCUS PAR PAYS

Nous avons isolé ce pays du reste de la Scandinavie pour comprendre si le dynamisme des introductions en Bourse relevé trouve son appui aussi dans les sociétés cotées avant 2007. En consolidé, notons que la configuration graphique est l'une des plus séduisante que nous ayons pu observer sur les différents pays passés en revue. Seulement 6% de notre échantillon suédois est composé de *Large*, ce qui peut expliquer ce profil séduisant.

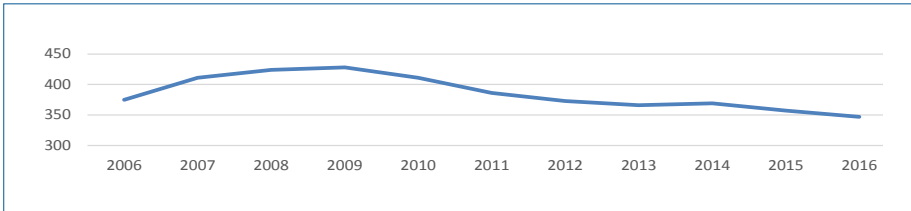
Les *Small* ont réalisé un sans-faute, avec une progression des résultats identiques à celle des capitalisations, peu de volatilité, et l'indice des *Small* frôle 130%. Les *Mid* ont connu une évolution en-dessous du rythme européen avec des valorisations qui ont flambé. Les *Large* s'en sortent mieux que la moyenne européenne.

IV. FOCUS PAR PAYS

SUISSE ET AUTRICHE

DES SMALL EN PLEINE FORME... ET EN CONTRACTION

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
2007/2016	-28%	-44%	-22%	21%	22%	20%	-16%

Le nombre de sociétés cotées en Suisse et en Autriche chute de 16% sur la période observée, une tendance similaire à celle de l'Europe : la forte diminution des segments *Small* due au manque d'introductions en Bourse et aux transferts vers les segments supérieurs, *Mid* et *Large*, se double de la croissance insolente de ces derniers. Comme nous le constatons au regard du solde introductions/retraits de la cote, les taux de croissance des segments *Mid* et *Large* s'expliquent exclusivement par les flux nets positifs en provenance des segments inférieurs.

Les entreprises suisses et autrichiennes à la loupe

Poids en nombre	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	26,8%	16,7%	27,9%	18,6%	4,2%	5,8%
2007	22,4%	18,2%	31,9%	17,0%	4,4%	6,1%
2016	19,0%	12,1%	29,4%	24,5%	6,3%	8,6%

Poids Σ capitalisations	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	0,2%	0,5%	4,2%	14,0%	9,4%	71,7%
2007	0,2%	0,6%	4,7%	13,4%	10,1%	71,1%
2016	0,1%	0,2%	2,9%	11,4%	9,1%	76,3%

IV. FOCUS PAR PAYS

Poids Σ volumes	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip
Moyenne 10 ans	0,1%	0,2%	2,2%	11,9%	14,1%	71,6%
2007	0,1%	0,2%	2,4%	8,7%	9,5%	79,0%
2016	0,0%	0,1%	1,4%	9,1%	13,3%	76,0%

Ces mouvements se retrouvent bien évidemment dans la structure du marché avec **une réduction sensible du poids des segments *Small*** au profit des segments *Mid* et *Large*.

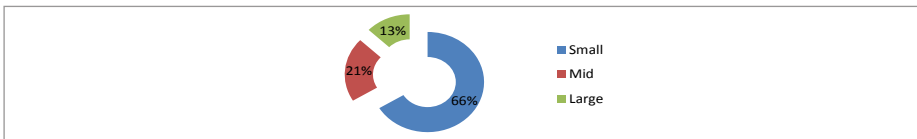
Comme dans la plupart des pays européens, ce mécanisme est en danger : sans nouvelles entrées, il ne saurait perdurer.

Solde introductions en Bourse/retraits de la cote autrichienne et suisse (2006-2016)

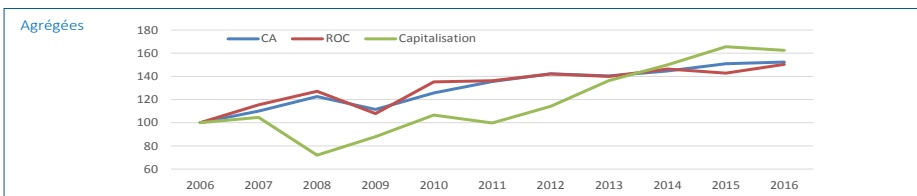
	Nano	Micro	Small	Mid	Large	Blue chip	Total
IPOs	24	21	33	10	4	2	94
Retraits	55	24	26	14	1	2	122
Solde	-31	-3	7	-4	3	0	-28

La situation n'est cependant pas aussi inquiétante que dans les trois grands pays européens - France, Allemagne, Royaume-Uni : à l'exception des *Nano*, qui évoluent négativement dans des proportions similaires, les autres segments *Small* sont globalement à l'équilibre.

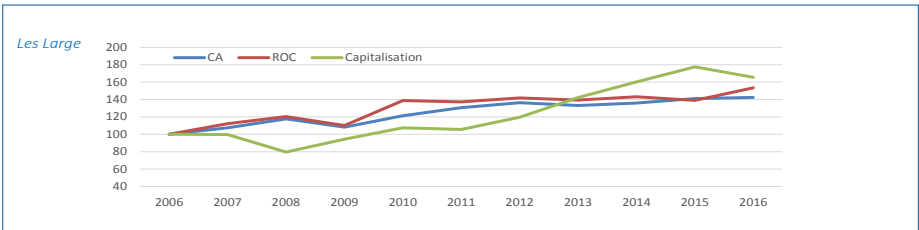
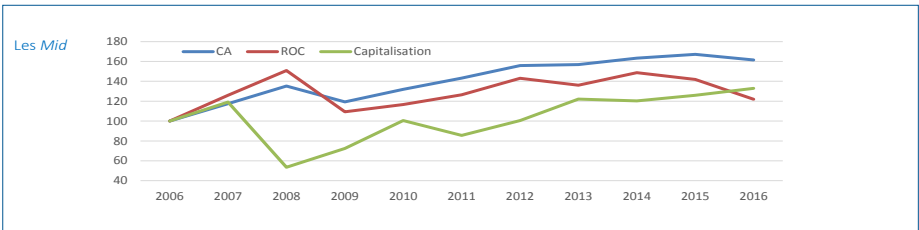
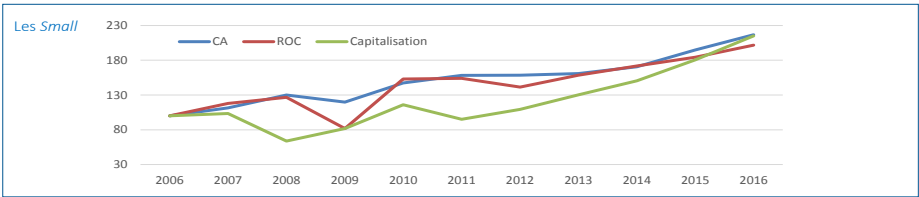
Performances économiques : une précision d'horloger



Les données de l'échantillon



IV. FOCUS PAR PAYS



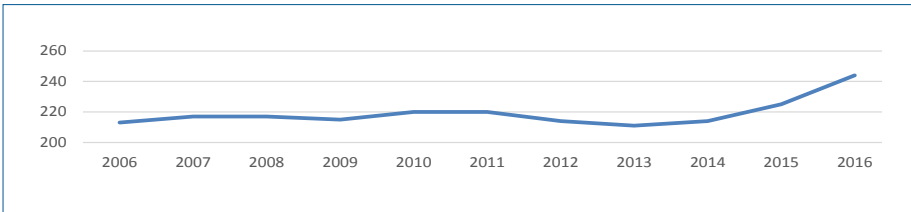
La Suisse et l'Autriche présentent des données consolidées très cohérentes entre elles, avec cependant un léger bémol sur les valorisations qui se sont emballées depuis 2013.

Les *Small* ont généré des performances excellentes en tous points, tandis que les *Mid* souffrent depuis 2014, notamment sur les résultats. Les *Large* présentent le profil le plus équilibré et le plus dynamique des pays observés avec un point négatif sur les valorisations qui ont cependant légèrement corrigé en 2016.

ESPAGNE ET PORTUGAL

SMALL ESPOIR

Variation du nombre de sociétés (2006-2016)



Var. en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
2007/2016	105%	42%	-6%	-27%	-25%	-15%	12%

C'est l'une des exceptions notables de notre analyse par pays : le nombre de sociétés cotées de la péninsule ibérique progresse de 12% entre 2007 et 2016. Une évolution marquée dans un premier temps par une phase de stabilisation (2007-2013), suivie ensuite d'une progression sensible. Ce sont les segments *Nano* et *Micro* qui se sont développés, tous les autres, sans exception, étant en baisse.

50% de la progression du segment *Nano* émanent du solde positif entre les introductions et les retraits de la cote ; le reste est la conséquence d'une période macroéconomique difficile pour ces deux pays. Les capitalisations ont diminué et ce sont donc les transferts négatifs des segments supérieurs qui ont généré ces évolutions. Pour le segment *Micro*, 70% de la progression proviennent de ce mécanisme de transfert des segments supérieurs.

Retenons cependant que les écosystèmes financiers espagnol et portugais ont apporté des solutions de financement à des jeunes sociétés - un signal positif pour l'avenir alors que l'économie espagnole se redresse.

Les entreprises ibériques à la loupe

Poids en nombre	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	28,9%	15,4%	25,2%	19,4%	4,6%	6,5%
2007	18,0%	12,0%	29,5%	25,8%	5,5%	9,2%
2016	32,8%	15,2%	24,6%	16,8%	3,7%	7,0%

IV. FOCUS PAR PAYS

Poids Σ capitalisations	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,2%	0,5%	4,0%	16,3%	12,2%	66,8%
2007	0,1%	0,3%	3,6%	15,8%	10,2%	70,1%
2016	0,2%	0,5%	3,7%	14,2%	10,0%	71,4%

Poids Σ volumes	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>
Moyenne 10 ans	0,1%	0,2%	2,1%	11,2%	8,6%	77,8%
2007	0,2%	0,4%	2,6%	12,8%	6,1%	78,0%
2016	0,2%	0,2%	2,0%	13,7%	11,7%	72,3%

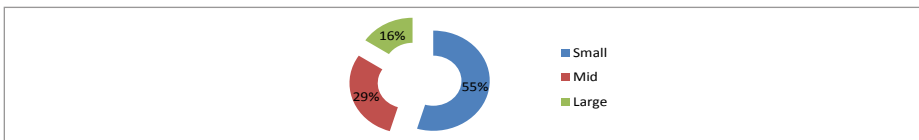
Les évolutions constatées se retrouvent dans la structure du marché. L'augmentation du nombre des *Nano* et des *Micro* s'est accompagnée de la stagnation du poids des capitalisations ainsi que des volumes ; il s'agit de petites sociétés introduites en Bourse ou des entreprises dont la capitalisation a diminué. La progression du poids des *Large* se nourrit quant à elle du transfert négatif en provenance du segment *Blue chip*.

Solde introductions en Bourse/retraits des cotes espagnole et portugaise (2006-2016)

	<i>Nano</i>	<i>Micro</i>	<i>Small</i>	<i>Mid</i>	<i>Large</i>	<i>Blue chip</i>	Total
IPOs	54	9	27	16	2	2	110
Retraits	27	7	25	18	0	2	79
Solde	27	2	2	-2	2	0	31

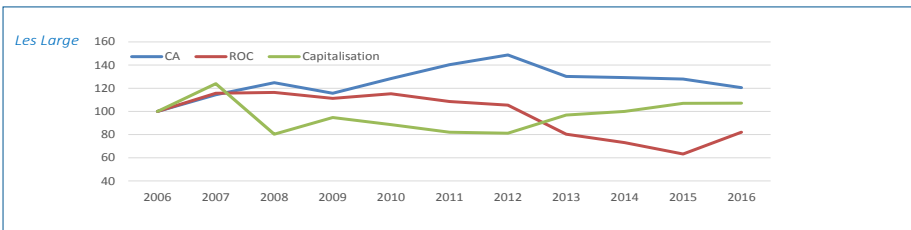
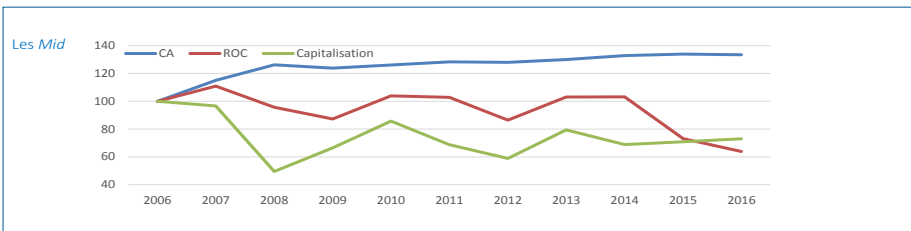
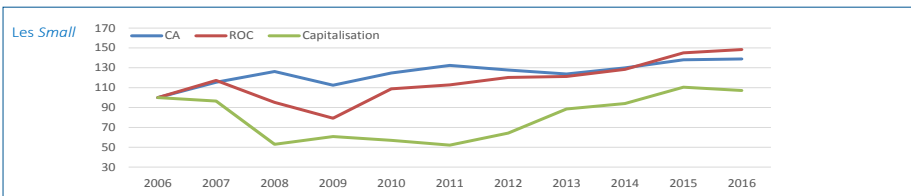
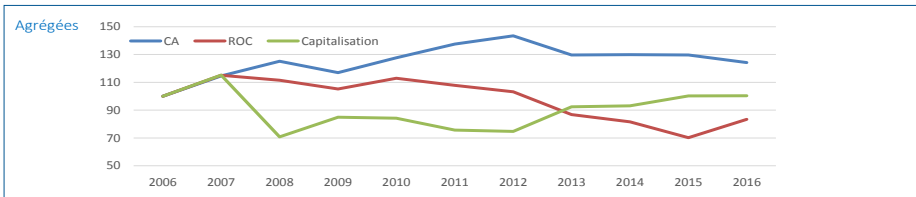
A retenir, les bilans positifs des *Nano*, *Micro*, et le bilan neutre des *Mid* et *Large* dans un contexte macroéconomique délicat.

Performances économiques : un recul contextuel... pour mieux rebondir ?



IV. FOCUS PAR PAYS

Les données de l'échantillon



En consolidé, le parcours économique s'est révélé compliqué car si l'activité a connu un rebond entre 2009 et 2012, la suite a été plus difficile et, surtout, les résultats ont connu une constante érosion sur la période, à l'exception de 2016.

Les *Small* sont le « safe haven » de ces pays avec un niveau de valorisation qui pâtit de l'environnement macroéconomique local. Les *Mid* ont particulièrement souffert au niveau des marges (et la valorisation a suivi), une situation cependant plus positive que celle des *Large*.

A RETENIR

- 1 Les tendances observées au niveau européen se retrouvent dans la plupart des pays. En particulier, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni voient leur univers se réduire fortement par la base
- 2 Les pays méditerranéens (Italie, Espagne, Portugal) ont connu une conjoncture économique et boursière peu favorable qui rend remarquable la progression du nombre de *Nano/Micro* cotées sur cette période. C'est une belle source d'espoir pour le futur
- 3 Un pays fait figure d'exemple : la Suède, qui voit le nombre de sociétés augmenter de 74% sur la période 2006-2016. Tous les segments de la cote sont en hausse sur la période

-625

C'est le solde cumulé des introductions en Bourse / retraits de la cote sur la décennie en France, en Allemagne et au Royaume-Uni sur 10 ans.

CONCLUSION ET PROPOSITIONS

Ce 3^e panorama européen des petites et moyennes valeurs a confirmé les tendances mises en lumière par les deux précédentes éditions.

- La suprématie des segments *Small* et *Mid* sur le segment *Large* se poursuit, tant en termes de performance que de volatilité.
- Le modèle économique du marché financier repose plus que jamais sur les segments supérieurs de la cote, *Large* et *Blue chip*, qui représentent 6% des entreprises cotées et 80% des transactions.
- Le nombre d'introductions en Bourse ne suffit pas à compenser les retraits de la cote.
- Le vieillissement de la cote se poursuit, avec une érosion très marquée des *Micro* et des *Small*, le terreau et le socle de tout l'écosystème (plus de 80% des sociétés cotées). Cette érosion, déjà constatée par le passé, s'accroît ; or le renouvellement de la cote est indispensable à la vitalité de l'écosystème européen.
- A l'heure où la gestion passive tend à prendre une place croissante, l'étude démontre la pertinence du *stock-picking*, en particulier sur les segments *Small* et *Mid*.
- Au niveau national, les grands pays sont à la peine. Globalement en Europe, très peu de pays tirent réellement leur épingle du jeu.

Quelques nouveautés ont été mises en évidence.

- La chute du nombre de sociétés en Europe a repris après deux ans d'interruption.
- Au niveau national, la Suède ressemble fortement à un exemple à suivre : la dernière décennie a vu le nombre de sociétés augmenter de 74%, avec une augmentation positive sur tous les segments.
- L'impact de MIFID 2 sur l'industrie financière européenne devrait être conséquent, avec la concentration des flux vers un nombre restreint d'acteurs globaux, la réduction de l'offre de recherche globale et *in fine* la mise en danger des modèles économiques des sociétés de Bourse locales.

Comme l'an dernier, il nous semble que des solutions existent pour contrecarrer un mouvement dont on pourrait craindre qu'il ne s'amplifie avec la mise en œuvre de MIFID 2. Rappelons ces **quelques pistes concrètes** visant à construire un écosystème propice au développement des petites et moyennes valeurs :

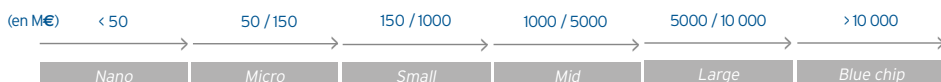
- **Stabiliser la réglementation** : alléger les contraintes des *Small* et *Mid cap* en reconnaissant leur spécificité
- **Créer des conditions plus favorables à la cotation**, en allégeant les procédures pour les phases d'introduction en Bourse
- **Orienter plus systématiquement l'épargne européenne vers les classes d'actifs *Micro et Small***, en développant un cadre réglementaire et fiscal européen spécifique pour les fonds *Micro/Small*, ou en allégeant les contraintes pour les assureurs
- **Créer un véhicule européen d'épargne-retraite long terme** à la fiscalité harmonisée orientant l'épargne vers les *Small* et *Mid cap*
- Pour les sociétés de gestion, développer **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 : METHODOLOGIE & TYPOLOGIE

Rappel de qualification des différents segments de la cote

Nous utilisons les seuils de segmentation couramment utilisés par les gérants d'Europe continentale, et avons accru notre segmentation afin que les investisseurs anglo-saxons puissent aisément reconstituer leurs propres segmentations.

Les segmentations par capitalisation boursière retenues sont les suivantes :



Les indices fonctionnent sur la base de 3 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

La méthodologie de ce 3^e panorama des entreprises européennes cotées a été révisée. Nous avons assumé lors des précédentes publications une certaine « non exhaustivité ». Pour cette 3^e édition, nous avons adopté une approche plus systématique, plus détaillée et nécessairement plus circonscrite dans le temps.

Une sélection qui a gagné en précision

Nous avons ajusté notre approche de l'activité des entreprises volontairement

ANNEXE : METHODOLOGIE & TYPOLOGIE

dénuée de filtre, en excluant de nos panels deux types d'activités : les fonds et les *Exchange Traded Funds (ETF)*. Nous conservons les activités commerciales, les sociétés de gestion et de *private equity*.

La capitalisation boursière reste le critère de segmentation de notre univers car il est le critère le plus communément utilisé pour analyser les sociétés cotées.

Nous passons d'une approche par étapes à une suite continue d'évolutions, année après année, sur une période de dix ans, de 2006 à 2016.

Nous conservons un seuil minimal (5 millions d'euros) de capitalisation boursière. Si toutefois ce seuil est dépassé ne serait-ce qu'une seule fois au cours des dix années d'observation, l'entreprise intègre notre panel sur toute la période de cotation.

Nous définissons au sein du segment « *Small* » trois sous-segments, *Nano*, *Micro* et *Small*. Sauf mention explicite, le terme « *Small* » se réfère au regroupement des trois segments *Nano*, *Micro* et *Small*.

Dans le même esprit, nous définissons au sein du segment *Large* deux sous-segments *Large* et *Blue chip*. Sauf mention explicite, le terme « *Large* » se réfère au regroupement des deux segments *Large* et *Blue chip*.

Nous retenons comme critère déterminant l'appartenance d'une entreprise à un pays, le siège social de l'entreprise, et non le critère de la place de cotation qui correspond à un choix tactique des entreprises.

SMALL CAP			MID CAP	LARGE CAP	
<i>Nano Cap</i> < 50 M€	<i>Micro cap</i> > 50 M€ et < 150 M€	<i>Large Cap</i> >150 M€ et <1000 M€	> 1 000 M€ et < 5 000 M€	<i>Large Cap</i> >5 000 M€ et <10 000 M€	<i>Blue chip</i> > 10 000 M€

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

Auteur de l'étude :

Gaël Faijean, gérant et responsable de l'analyse quantitative, La Financière de l'Echiquier

[A propos de La Financière de l'Echiquier - www.lfde.com](http://www.lfde.com)

Créée en 1991 par Didier Le Menestrel et Christian Gueugnier, La Financière de l'Echiquier est l'une des premières sociétés de gestion indépendantes de France, avec plus de 8 milliards d'euros d'actifs sous gestion et une équipe d'une centaine de 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 particuliers, de conseillers en gestion de patrimoine et d'institutionnels. LFDE est également présente en Allemagne, Autriche, Suisse, Italie, Espagne, ainsi qu'au Benelux.

[A propos de l'Institut de recherche MiddleNext - www.MiddleNext.com](http://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.