

La structure du marché européen des valeurs moyennes

Décembre 2014
1ere partie

Préambule

Financière de l'Echiquier est l'une des premières sociétés de gestion indépendantes en France, avec 8 milliards d'euros d'actifs sous gestion et une équipe de 95 collaborateurs. Spécialiste de l'investissement en actions, elle déploie depuis 1991 une méthode de sélection de titres (stock-picking) fondée sur la connaissance approfondie des entreprises.

Financière de l'Echiquier dispose d'un savoir-faire particulier sur l'univers des petites et moyennes valeurs européennes, forgé par 23 ans d'expérience et des milliers de rencontres avec des managers, porteurs de projets d'avenir en Europe. Elle s'attache donc naturellement à promouvoir ce segment de la cote, afin de replacer l'entreprise et les entrepreneurs au cœur des stratégies d'allocations d'actifs. C'est dans ce cadre qu'elle est partenaire de l'Institut de Recherche MiddleNext, pour lequel elle a produit cette étude sur les petites et moyennes entreprises européennes

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

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

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

♦ *Quels sont les grands axes d'investigation retenus ?*

Le thème de la place des PME/ETI en Europe sera abordé suivant 4 angles distincts et complémentaires :

- 1) La structure du marché : analyse du poids et de l'évolution du segment des PME/ETI depuis 2000, par rapport aux autres catégories de valeurs.
- 2) La performance boursière : observation comparative du comportement des indices des PME/ETI et des grandes valeurs dans les 3 principaux pays (Royaume-Uni, Allemagne, France).
- 3) Les performances économiques : étude du lien entre les performances boursières et les performances économiques des différents segments de la cote.
- 4) L'univers de la gestion d'actifs : panorama de l'industrie européenne de la gestion d'actifs en Europe, de ses spécificités et de son poids à l'échelle mondiale.

Contacts :

MiddleNext : Directrice générale : Caroline Weber – c.weber@midddenext.com – 33 (0)1 55 80 75 73

Financière de l'Echiquier

Coordinateur de l'étude : Gaël Faijean – gfaijean@fin-echiquier.fr – 33 (0)1 47 23 89 37

Marketing & Communication : Sophie Thiard – sthiard@fin-echiquier.fr – 33 (0)1 47 23 98 12

Gérants Small & Mid caps Europe :

José Berros (jberros@fin-echiquier.fr) & Stéphanie Bobtcheff (sbobtcheff@fin-echiquier.fr)

La structure du marché européen des valeurs moyennes

Le préalable à l'analyse de la structure du marché européen est de définir ce qu'on entend par grande valeur, ETI et PME. Nous avons choisi de prendre **la capitalisation boursière** comme critère de segmentation (critère le plus communément utilisé pour les sociétés cotées). Les seuils que nous utilisons sont ceux couramment utilisés par les gérants d'Europe continentale, sachant que les gérants anglo-saxons ont une approche plus « inflationniste » sur les seuils de ces différents compartiments (pour eux, une micro cap est une société capitalisant moins de 500 M€)

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

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

Nous assistons depuis 15 années à une hausse progressive des seuils. On définit les valeurs moyennes soit en Micro Cap, soit en Small Cap, soit en Mid Cap.

Une photo du marché européen au 1^{er} janvier 2014 donne l'image ci-dessous :

01/01/2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 744	1 279	683	384	5090
en %	53.9%	25.1%	13.4%	7.5%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	122 964	542 951	1 573 120	8 634 249	10 873 283
en %	1.1%	5.0%	14.5%	79.4%	100%
En nombre de valeurs	Micro	Small	Mid	Large	Total
Royaume Uni	29%	28%	27%	23%	28%
Allemagne	15%	10%	10%	12%	13%
France	12%	12%	10%	16%	12%
Sous total	56%	50%	47%	52%	53%
Autres pays	44%	50%	53%	48%	47%

Sources : Capital IQ / Financière de l'Echiquier

Le poids économique des valeurs moyennes

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

Les valeurs moyennes représentent 92% du nombre de sociétés cotées (dont 54% pour les Micro Cap) et seulement **20% de la capitalisation boursière** (1% pour les Micro Cap). Ce **déséquilibre** entre le nombre de sociétés et le poids de la capitalisation est à mettre en parallèle avec le **modèle économique de l'industrie financière** qui fonctionne sur les volumes (volumes de transaction pour les sociétés de bourse, montant des actifs sous gestion pour les sociétés de gestion). **Ces compartiments valeurs moyennes sont donc les moins rémunérateurs pour l'industrie financière compte tenu de leur taille; ceci explique la faiblesse du suivi par les bureaux d'analyse, et de la taille des encours sous gestion.**

Ce sont les Large (384 sociétés en 2014) qui génèrent l'essentiel du volume d'activité de cette industrie, soit **1 000 sociétés** si on intègre les Mid. Ces 1 000 sociétés génèrent près de **95% du chiffre d'affaires de l'industrie financière**.

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

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

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

L'évolution du marché depuis l'an 2000

L'évolution du marché des sociétés européennes cotées depuis 2000 est également riche d'enseignements. Ci-dessous 3 étapes : janvier 2000 - janvier 2007 - janvier 2014 :

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

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

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

Sources : Capital IQ / Financière de l'Echiquier

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

La progression du nombre de sociétés cotées en 14 ans est impressionnante : +64% entre 2000 et 2014 (+90% entre 2000 et 2007).

Ce développement coïncide avec une forte croissance mondiale, un dynamisme des marchés financiers mais également avec des politiques volontaristes des gouvernements et des places de marché en Europe pour promouvoir l'accès des **valeurs moyennes** aux marchés financiers. On citera l'AIM à Londres (1995), Alternext en France, Belgique, Portugal, Hollande (2005) ou l'Entry Standard en Allemagne (2005).

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

Répartition en % du nombre de valeurs cotées

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

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

Sources : Capital IQ / Financière de l'Echiquier

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

Néanmoins, **cette forte baisse du nombre de Micro et Small est préoccupante** car le marché financier doit être compris comme une pyramide des âges en démographie. **Une compression de la base de la pyramide engendre nécessairement une réduction du haut de la pyramide à plus ou moins long terme.** L'effet d'inertie masque ce risque à court terme.

Pour illustrer ce phénomène de vases communicants entre les différents compartiments, un seul chiffre : **56% des 384 sociétés du segment Large en janvier 2014 n'étaient pas dans ce compartiment en janvier 2000**. Le tableau ci-dessous retrace la provenance des 'Large' entre janvier 2000 et janvier 2014:

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

*IPO = Introduction en bourse

Ainsi en 14 ans, les sorties de Large ont largement dépassé les IPO de Large. **La progression de ce segment essentiel** pour la santé des marchés financiers, est à **70% liée à l'entrée de sociétés issues des segments Micro, Small ou Mid**.

Face à l'érosion naturelle de la cote par OPA/rapprochement, il faut donc un flux d'introductions en bourse suffisant pour nourrir le marché au sein de tous les compartiments pour que le principe de vases communicants puisse correctement fonctionner.

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

Synthèse

En synthèse, **ces compartiments valeurs moyennes** sont les **moins rémunérateurs pour l'industrie financière** compte tenu de leur taille. Ils ne représentent que 20% de la capitalisation boursière ce qui entraîne des conséquences structurelles bien connues : **faiblesse du suivi par les bureaux d'analyse et difficultés de trouver des fonds pour les valeurs moyennes**.

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

Leur dynamisme est donc crucial. Il est impératif comprendre les spécificités de ces compartiments pour saisir les raisons de cette décline et agir à la fois sur l'offre (attractivité des marchés financiers pour les ces entreprises) et la demande (orientation de l'épargne vers ces compartiments). Le mois prochain nous publierons le second volet : les performances boursières des **valeurs moyennes**