



**Analyse comparée du couple  
performance / risque  
des compartiments Large, Mid et  
Small en Europe**

**Février 2015**  
**2 ème partie**

## Préambule

Le suivi des performances et du comportement des différentes classes ne peut se faire qu'au travers d'indices boursiers. La composition de ces indices est révisée en général tous les mois, en fonction de critères de tailles (capitalisation) et de liquidité (volume de transaction). Le deuxième volet de notre étude se penche sur les performances boursières comparées de trois catégories d'entreprises cotées segmentées en fonction de leur catégorie boursière.

### **Deux remarques préalables :**

- Pour les Small caps, notre étude se base uniquement sur des indices nationaux (France et Angleterre), les indices pan européens n'ayant été créés qu'à partir de 2010.
- Les indices que nous utilisons dans ce panorama ne prennent pas en compte les dividendes car ce mode de calcul n'est disponible que depuis 2009. Cet élément est défavorable aux Large caps qui versent traditionnellement plus de dividendes.

### **Contacts :**

**MiddleNext** : Directrice générale : Caroline Weber – [c.weber@middlenext.com](mailto:c.weber@middlenext.com) – 33 (0)1 55 80 75 73

### **Financière de l'Echiquier**

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

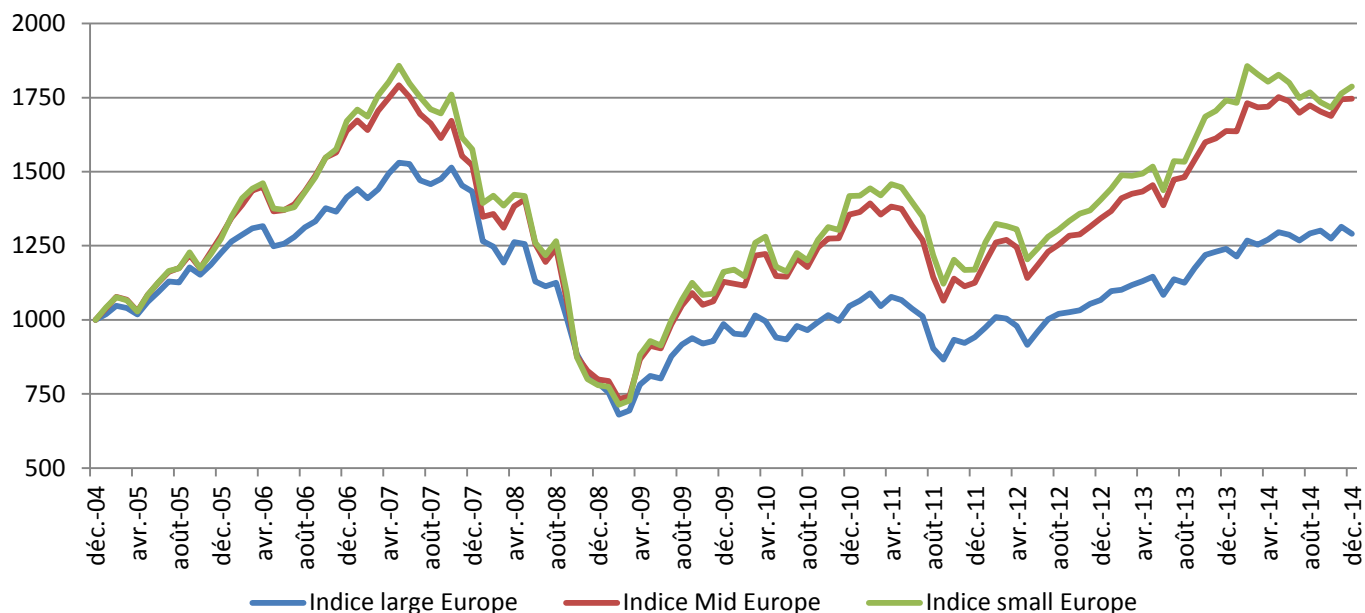
Marketing & Communication : Sophie Thiard – [sthiard@fin-echiquier.fr](mailto:sthiard@fin-echiquier.fr) – 33 (0)1 47 23 98 12

Gérants Small & Mid caps Europe :

José Berros ([jberros@fin-echiquier.fr](mailto:jberros@fin-echiquier.fr)) & Stéphanie Bobtcheff ([sbobtecheff@fin-echiquier.fr](mailto:sbobtecheff@fin-echiquier.fr))

## Performances comparées sur 10 ans

Le graphique ci-dessous présente les performances comparées sur 10 ans (base 1000 au 31/12/2004) des indices STOXX : l'indice Large 200 (capitalisation médiane de 24,2 Md€), l'indice Mid 200 (capitalisation médiane de 6,2 Md€) et l'indice Small 200 (capitalisation médiane de 3 000 Md€).



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

Indices	Perf. 10 ans	Perf. annualisée	Volatilité	Max drawdown
Indice LCXP - Large Europe	29%	2.6%	14%	-56%
Indice MCXP - Mid Europe	75%	5.7%	16%	-59%
Indice SCXP - Small Europe	79%	6.0%	18%	-62%

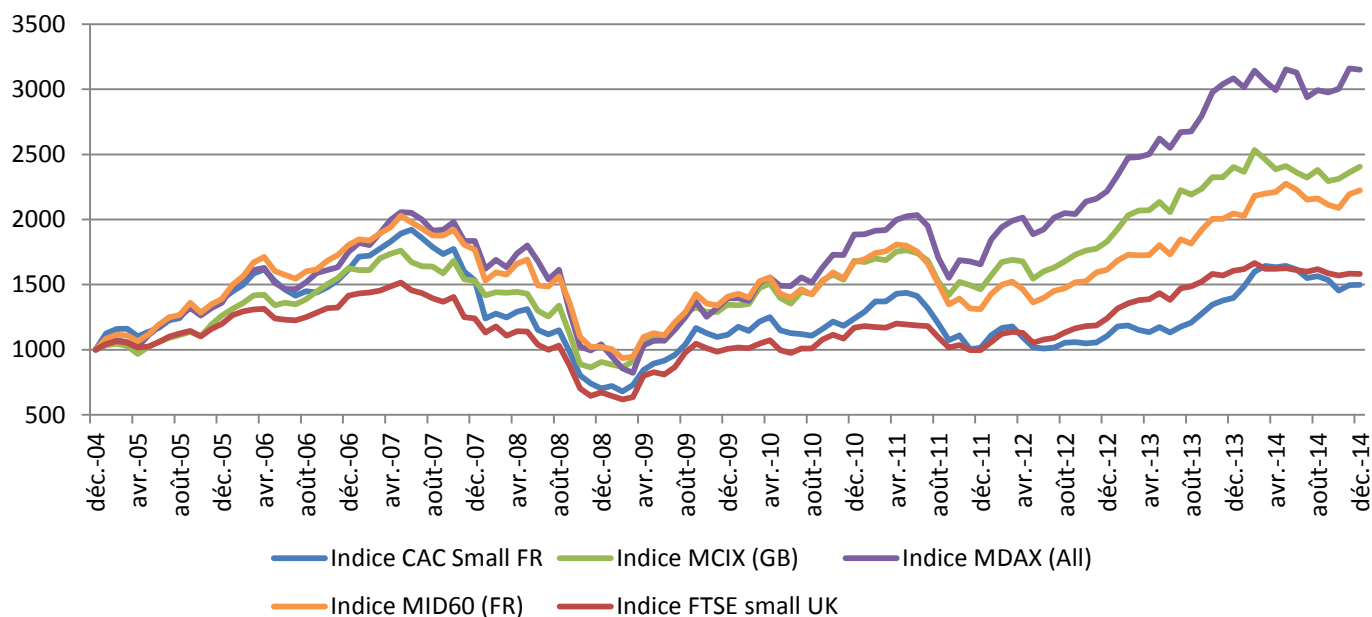
Source : Bloomberg / Financière de l'Echiquier

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

**Ainsi, annualisé et ajusté du risque, l'écart de performance entre le compartiment des Large et le compartiment des Mid est de 90% sur 10 ans (83% pour les Small).**

## Focus sur les 3 principaux marchés, la Grande Bretagne, l'Allemagne et la France.

La Grande Bretagne, l'Allemagne et la France regroupent 53% du marché européen des sociétés cotées toutes catégories confondues. Les indices de référence que nous avons sélectionnés sont les indices des bourses locales. Pour les Mid : le MID60 en France, le MDAX en Allemagne et le MCIX en Grande Bretagne (base 1000 au 31/12/2004), qui proposent une capitalisation médiane similaire autour de 3 000M€. Pour les Small : le CAC Small (117 M€ de capitalisation médiane) en France et le FTSE Small Cap pour la Grande Bretagne (300 M€ de capitalisation médiane).



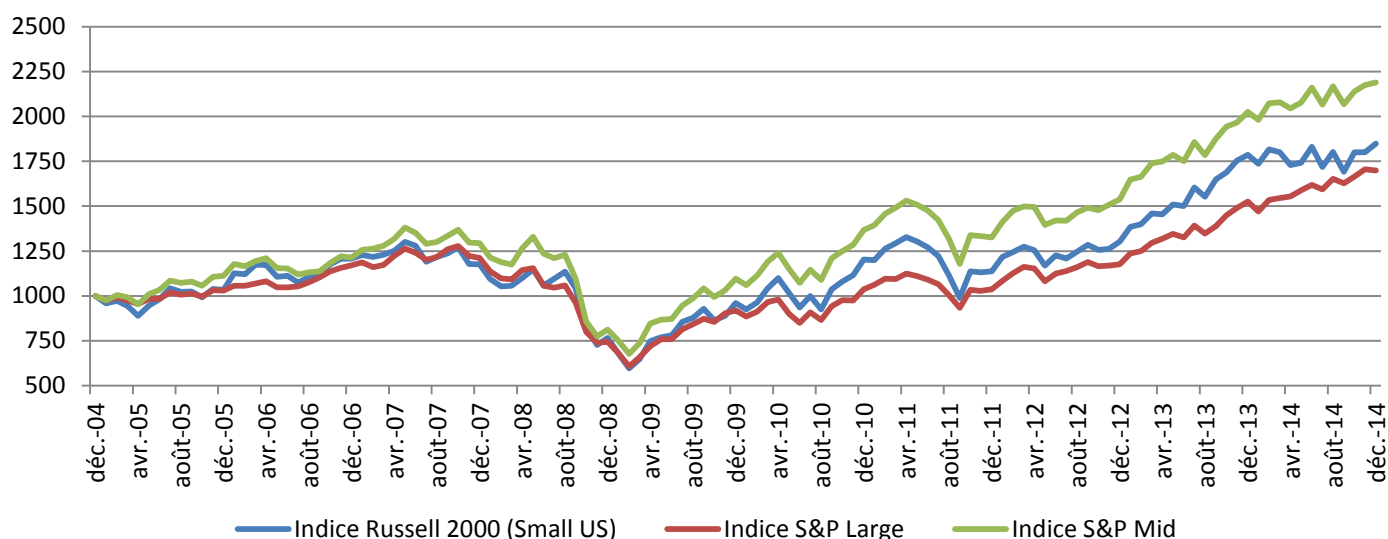
En chiffre les données sont les suivantes :

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

Ainsi les indices Small (FR et GB) ont un écart de performance annualisé et ajusté du risque de 13% pour l'indice français et de 44% pour l'indice anglais par rapport à l'indice Large Europe. Sur cette même période, annualisé et ajusté du risque, l'écart de performance entre les Mid allemandes et l'indice Large Europe est de 222% (371% en données brutes annualisées), de 185% pour les Mid anglaises et de 151% pour les Mid françaises.

## Avons-nous la même configuration de surperformance des Mid aux Etats Unis ou est-ce une spécificité européenne ?

Le graphique ci-dessous présente les 3 indices américains qui intègrent des configurations de capitalisation médiane similaire à nos échantillons européens : le S&P 500 (capitalisation médiane de 22.6 Mds€), le S&P Mid (capitalisation médiane de 3 Mds€) et enfin le Russell 2000 (capitalisation médiane de 600M€).



Et en chiffres :

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

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

## Alors pourquoi les Mid surperformeraient les autres compartiments ?

L'analyse des indices Mid français et Mid allemand nous apporte une réponse. Sur les 109 sociétés qui composent les deux indices aujourd'hui, 77 sociétés étaient déjà cotées fin 2004 dont 33 capitalisaient moins de 1 000M€ il y a 10 ans. Entre le 31/12/2004 et le 31/12/2014 ces 33 valeurs ont connu une croissance cumulée de leur capitalisation boursière de 308%, affichant une performance médiane de 250%,

avec +2610% pour la plus performante et +38% pour la moins performante. Les 44 autres valeurs capitalisant plus de 1 000M€ au 31/12/2004 ont généré une performance cumulée de 80% (+818% / -90% pour les extrêmes). Ce serait donc ces « success stories » en provenance du « magma » des compartiments Small qui doperaient les indices Mid par rapport aux autres compartiments.

Si nous devons donc donner une seule raison structurelle, nous attribuerons cet écart de performance au même phénomène de dynamique ascendante que nous avons mis en avant dans le 1<sup>er</sup> volet de notre série d'analyse qui porte sur la structure des marchés financiers. Les Small sont la base de la pyramide du marché et regroupent 75% du nombre de sociétés cotées avec, bien évidemment, une grande diversité. De ce socle émergent des « success stories » qui, par leur croissance, quittent ce compartiment Small pour venir alimenter et dynamiser l'Univers des Mid.

## Synthèse

La question à laquelle nous avons voulu apporter des éléments de réponses dans ce deuxième volet est l'apport des compartiments Small et Mid dans la rémunération de l'épargne.

L'analyse de la performance boursière des différents indices en Europe entre 2004 et 2014 nous confirme le rôle essentiel que jouent les Small dans la dynamique des marchés financiers. Soulignons 2 éléments qui nous semblent clés :

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

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

Le premier volet de notre série d'étude portant sur la structure des marchés financiers nous a permis de mettre en avant l'interdépendance des compartiments Small / Mid / Large. En synthèse la conclusion de ce premier volet est que les Large (moins de 10% des sociétés cotées) permettent de financer l'intégralité du modèle économiques du marché financier « equity » et les compartiments Small / Mid représentent la relève pour assurer le financement de demain. Nous avons donc souligné l'importance des Mid et Small dans le mode de fonctionnement des marchés financiers, sachant qu'un marché financier puissant est stratégique pour l'Europe.

Ce second volet tend à montrer que **ces compartiments Small et Mid apportent une rémunération de l'épargne « net du risque » identique ou supérieur à celui des Large.** Il faut donc des politiques incitatives en Europe pour accroître la part de l'épargne investie dans ces compartiments afin d'attirer les entrepreneurs et d'entretenir cette dynamique gagnante pour toutes les parties prenantes.