



Mémoire de recherche

La cotation des petites et moyennes valeurs

Des risques et des opportunités à maîtriser



Présenté par : Nicolas MONTAGNAT TATAVIN

Nom de l'entreprise : Talence Gestion

Tuteur entreprise : Nathalie VIEL

Tuteur universitaire : Isabelle GIRERD POTIN

**Master 2 Formation Initiale
Master Finance
Spécialité : Finance d'Entreprise et des Marchés
2014 - 2015**



Avertissement :

L'IAE de Grenoble, au sein de l'Université Pierre-Mendès-France, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

Remerciements

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce au concours de plusieurs personnes à qui je voudrais témoigner toute ma reconnaissance.

Je voudrais tout d'abord remercier mon tuteur universitaire, Isabelle GIRERD POTIN, qui a su répondre à mes questions et me guider dans la rédaction de mon mémoire.

Je désire aussi adresser toute ma gratitude à mon maître de stage, Nathalie VIEL, qui, de part sa fonction de Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne, a pu me faire découvrir les problématiques et les enjeux d'une société de gestion.

Je voudrais exprimer ma reconnaissance envers mes collègues, pour leur disponibilité et leur professionnalisme. Un grand merci à Géraldine WERSY et Jean-François ARNAUD qui ont accepté de répondre à mes nombreuses questions sur la gestion sous mandat et la gestion collective mais également à Julien FAUVEL, pour son aide précieuse dans la collecte de données. Je tiens également à témoigner toute ma gratitude à Fatou et Ping, mes deux collègues, qui m'ont permis de découvrir l'ensemble des missions du Middle Office dans une ambiance chaleureuse.

Enfin, un mémoire ne saurait être définitif sans une relecture précise et attentive, c'est pourquoi je tiens à remercier mes parents et mes sœurs pour tout le temps qu'ils ont pu me consacrer.

Résumé du mémoire

Longtemps délaissées par les investisseurs particuliers et institutionnels, les petites et moyennes valeurs sont désormais de plus en plus recherchées. Ce document s'attache tout d'abord à revenir sur la situation de l'épargne en France, point de départ essentiel de l'ensemble des mesures fiscales et financières mises en place ces dernières années. Alors que plusieurs milliards d'euros ne sont aujourd'hui pas directement investis dans l'économie productive, les récents gouvernements et plus largement l'ensemble des acteurs économiques et financiers ont mesuré l'importance de réorienter cette manne financière. Le dispositif du PEA-PME, destiné à favoriser l'investissement des particuliers dans les petites et moyennes entreprises, est reconnu comme une avancée positive par la profession financière. En dépit d'avantages fiscaux évidents, ce support n'attire que trop peu de particuliers, qui hésitent à investir dans des sociétés souvent confidentielles et présentant parfois une faible liquidité. De l'aveu même des gérants privés, de tels investissements sont à appréhender avec de nombreuses précautions, les récentes crises financières n'ont en effet pas ménagé les petites et moyennes valeurs.

La Gestion Collective semble, quant à elle, voir dans les PME et ETI la possibilité d'investir dans des sociétés encore méconnues, peu suivies des analystes mais présentant un fort potentiel de croissance. Les fonds spécialisés sur ce segment se sont développés rapidement depuis plusieurs années et représentent un véritable challenge pour les gérants qui voient leur horizon d'investissement se démultiplier. Ainsi, la rencontre directe avec le management, le faible suivi par les brokers traditionnels et le potentiel de croissance représentent les atouts majeurs cités par les gestionnaires de fonds spécialisés sur les Small & Mid Caps. Par ailleurs, il est essentiel de se demander quelles sont les raisons qui poussent ces sociétés à se financer sur les marchés boursiers. Besoin de financement ? Volonté d'élargir leur notoriété ? Vision internationale du développement ? Les raisons sont variées et les modes d'introductions sont vastes ; les sociétés devront choisir le marché qui correspondra au mieux à leurs besoins et leurs attentes.

Face aux milliers de fonds disponibles, les investisseurs peuvent être indécis au moment de prendre une décision. Leur choix doit être basé sur une bonne compréhension des risques inhérents à ce type de produits et des risques spécifiques liés à la stratégie mise en place par le gérant. Les ratios, nombreux mais parfois subjectifs, sont alors à appréhender avec beaucoup de prudence. Ces produits, généralement bien diversifiés, correspondent particulièrement aux attentes des français, qui avouent eux-mêmes avoir une très faible connaissance du fonctionnement des marchés financiers.

Mots Clés : Small & Mid Caps, PEA-PME, Investissement, Financement, Gestion Collective, Gestion Sous Mandat, Epargne, Fonds, Performance, Risques, Opportunités, Marchés Boursiers, Stratégie.

Sommaire

Avant Propos	3
Introduction	9
Partie 1 : Le financement des sociétés de petites et moyennes capitalisations par l'appel public à l'épargne : <i>des difficultés pour attirer les investisseurs particuliers aux nouveaux dispositifs développés</i>	12
1.1. L'investissement des particuliers sur les marchés financiers : l'existence d'une forte disparité à l'échelle mondiale	14
1.1.1. Panorama de la situation de l'épargne en France : recours massif aux dépôts bancaires et désintérêt pour les marchés financiers.....	14
1.1.2. Panoramas d'économies surexposées aux marchés : des risques en cas d'investissements déconnectés de la réalité économique – Exemples de la Chine et des Etats-Unis	17
1.2. Les difficultés rencontrées par les PME-ETI pour se financer sur les marchés boursiers : du constat à la mise en place de nouvelles mesures fiscales.....	21
1.2.1. Le Rapport Rameix-Giami : prise de conscience des difficultés de financement des PME-ETI par le marché	21
1.2.2. Le dispositif du PEA-PME : principales caractéristiques et premier bilan après une année d'existence.....	22
1.2.3. Le PEA-PME comme nouveau support d'investissement pour la Gestion Sous Mandat	25
Partie 2 : Evolution de l'intérêt pour les Mid & Small Caps : <i>risques et opportunités pour les gérants collectifs et les sociétés elles-mêmes</i>	29
2.1. L'évolution de la Gestion Collective caractérisée par le développement des fonds thématiques	31
2.1.1. Les fonds investis dans les petites et moyennes valeurs : les raisons du succès.....	33
2.1.2. Les nouveaux outils mis à disposition par les entreprises de marché	38
2.2. Le recours aux marchés financiers pour les sociétés : un processus contraignant et risqué	41
2.2.1. Les raisons qui motivent les sociétés à être cotées sur les marchés financiers et l'impact des médias sur le comportement des investisseurs	41
2.2.2. Présentation des étapes d'une introduction en bourse.....	43
2.2.3. Etude de cas : EUROPCAR et EKINOPS	46

Partie 3 : Etude de cas : risques et performances d'un fonds Large Caps et d'un fonds éligible au dispositif PEA-PME	50
3.1. Fiches d'identité des fonds et analyse de la stratégie d'investissement	52
3.1.1. Fiches d'identités des fonds Talence Sélection PME et Amundi Actions France	52
3.1.2. Les investissements réalisés par les deux fonds	56
3.2. L'analyse des performances des deux fonds.....	61
3.3. Analyse des indicateurs de risques	69
Conclusion	75
Annexes	76
Bibliographie	82

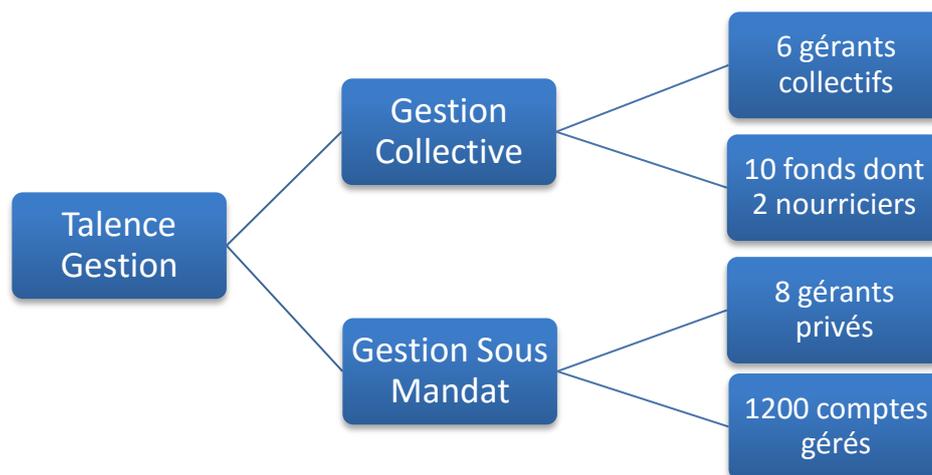
Table des Figures

Figure 1 : Evolution de la répartition du patrimoine des ménages français – Source Banque de France	15
Figure 2 : Evolution des cours de clôture du CAC 40 du 1 ^{er} janvier 2003 au 31 décembre 2013	16
Figure 3 : Evolution de l'indice Shanghai Composite de 2010 à 2015 – Source : Bloomberg	17
Figure 4 : Performances réelles comparées des principaux actifs financiers de 1988 à juin 2013 en France	19
Figure 5 : Synthèse de l'univers PEA-PME au 23 juillet 2015 – Source : ARKEON	23
Figure 6 : Schéma de distribution des parts de FCP – Source Fimarkets	32
Figure 7 : Illustration de la corrélation entre la couverture par les analystes et les volumes quotidiens échangés – Source ARKEON Finance	36
Figure 8 : Evolution de la collecte nette et des encours des fonds éligibles au dispositif PEA-PME de mars 2014 à juin 2015 – Source : ARKEON Finance	37
Figure 9 : Allocation sectorielle du CAC PME au 30 juin 2015 – Source : Euronext	39
Figure 10 : Rentabilité du CAC PME et du CAC 40 du 18 février 2014 au 31 juillet 2015 pour 100€ investis – Données issues de Abcbourse.com	40
Figure 11 : Répartition du nombre d'IPO selon le marché depuis le 19.03.2014 – Source : Boursier.com	44
Figure 12 : Résumé des conditions d'introduction – Source : Euronext	45
Figure 13 : Evolution des cours de clôture quotidiens d'Europcar depuis son IPO – Source : Boursier.com	46
Figure 14 : Evolution des volumes d'échanges quotidiens d'Europcar depuis son IPO – Source : Boursier.com	47
Figure 15 : Evolution des cours de clôture quotidiens d'Ekinops depuis son IPO – Source : Boursier.com	48
Figure 16 : Evolution des volumes d'échanges quotidiens d'Ekinops depuis son IPO – Source : Boursier.com	48
Figure 17 : Holding Style de Talence Sélection PME – Source : Morningstar Direct	57
Figure 18 : Répartition des investissements par capitalisation boursière et comparaison entre le fonds, le benchmark et la moyenne de la catégorie – Source : Morningstar Direct	57
Figure 19 : Répartition de l'actif de Talence Sélection PME selon les secteurs – Source : Morningstar Direct	58
Figure 20 : Répartition par actif et par capitalisation au 31 mai 2015 – Source : Morningstar Direct	59
Figure 21 : Répartition de l'actif d'Amundi Actions France selon les secteurs – Source : Morningstar Direct	60
Figure 22 : Volatilité des deux benchmarks et du CAC40 du 10 au 14 août 2015 – Données issues de boursorama.com	61
Figure 23 : Evolution de la rentabilité de Talence Sélection PME et de son benchmark du 06.01.2014 au 06.08.2015 – Données pour la réalisation du graphique issues de AbcBourse.com	62
Figure 24 : Mesures de performances pour le fonds Talence Sélection PME – Calculs effectués à partir des données de AbcBourse.com	63
Figure 25 : Mesures de la valeur des sociétés composant Talence Sélection PME au 30 juin 2015 – Source : Morningstar Direct	64

Figure 26 : Evolution de la rentabilité d'Amundi Actions France et de son benchmark du 06.01.2014 au 06.08.2015 – Données pour la réalisation du graphique issues de AbcBourse.com	66
Figure 27 : Mesures de performances pour le fonds Amundi Actions France – Calculs effectués à partir des données de AbcBourse.com	67
Figure 28 : Mesures de la valeur des sociétés composant Amundi Actions France au 31 mai 2015 – Source : Morningstar Direct	68
Figure 29 : Ratios de risque de Talence Sélection PME du 01.08.2014 au 31.07 2015 – Source : Morningstar Direct	69
Figure 30 : Ratios de risque d'Amundi Actions France sur 3 années – Source : Morningstar Direct....	71
Figure 31 : Ratios de risque d'Amundi Actions France du 01.08.2014 au 31.07 2015 – Source : Morningstar Direct	72

Avant Propos

Présentation de la société Talence Gestion



Organigramme et chiffres clés du Groupe : la répartition des activités au sein de Talence Gestion¹

Fort d'un en-cours sous gestion de près de 500 millions d'euros depuis juin 2015, Talence Gestion est une société de taille entrepreneuriale dans le paysage des 650 sociétés de gestion que compte la France. Dans son dernier rapport d'activité publié (2014-2015), l'Association Française de Gestion - AFG - fait en effet état de plus de 630 sociétés de gestion, gérant plus de 3.200 milliards d'euros. Cet en-cours est représenté à hauteur de 50% dans la gestion privée ou la gestion sous mandat et à hauteur de 50% dans la gestion collective via le développement de près de 11.500 fonds de droit français². Il s'agit ainsi d'un secteur extrêmement dynamique : au cours des 5 dernières années, l'AFG recense quelques 200 nouvelles créations de sociétés, malgré une récente période financière instable.

Talence Gestion : une société récente au développement exponentiel

Créée en 2010 par Didier DEMESTEERE, Talence Gestion a débuté son activité avec 5 salariés. Cinq ans plus tard, la société compte 24 salariés, répartis sur deux bureaux à Paris et Lille. Dès ses débuts, la société a développé en parallèle deux activités : la Gestion Sous Mandat et la Gestion Collective.

La **Gestion Sous Mandat** représente le cœur de métier de la société qui souhaite véritablement se distinguer des grands groupes financiers grâce à sa proximité avec la clientèle privée. En effet,

¹ Les données relatives à la société Talence Gestion sont issues du site internet www.talencegestion.fr ainsi que de documents internes à la société.

² Rapport Annuel 2014-2015 de l'Association Française de Gestion – Sections Profil et Repères – Pages 1 à 4.

chaque client a un gérant privé dédié, disponible et prêt à proposer des solutions d'investissements adaptées aux besoins et aux attentes de chacun. Différents supports sont proposés : les comptes titres ordinaires, les Plans d'Epargnes en Actions (PEA) et les PEA-PME, les contrats d'Assurance Vie et de Capitalisation. Quatre profils de gestion ont été définis afin d'optimiser le couple rendement / risque :

- **Profil Défensif** : il permet une exposition action mesurée, couplée à un fort investissement en produits obligataires et monétaires. Ce profil présente donc un risque limité et est adapté à des investisseurs ayant pour objectif principal de conserver leur capital sur un horizon qui pourrait être court-termiste.
- **Profil Equilibré** : comme son nom l'indique, le but de ce mode de gestion est de trouver un équilibre entre l'exposition actions (qui pourra évoluer de 40% à 75%) et l'investissement en produits monétaires et obligataires.
- **Profil Dynamique** : à l'inverse du profil défensif, le profil dynamique se développe à travers une forte exposition aux actions, supérieure à 50%. Il correspond aux investisseurs ayant un horizon d'investissement long-termiste.
- **Profil Discrétionnaire** : fortement utilisé, ce mode de gestion permet de laisser toute latitude au gérant dans les choix d'investissement. Cela permet donc de pouvoir adapter les portefeuilles au plus près de la situation des marchés financiers grâce à une exposition actions pouvant évoluer de 0% à 100%.

La **Gestion Collective** représente quant à elle la « vitrine » de la société. En effet, les professionnels du secteur sont extrêmement attentifs aux performances des 11.500 fonds de droits français développés et c'est sur ce segment que sont décernés l'ensemble des prix et des distinctions qui permettent le développement d'une société. Talence Gestion gère aujourd'hui 10 fonds, dont deux nourriciers. Les fonds couvrent des thématiques d'investissements extrêmement variées :

- **Talence Opportunités et Talence Optimal** : ces deux Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM) se basent sur des investissements dans des secteurs très variés, ainsi que dans des sociétés de toutes capitalisations.
- **Talence Sélection PME, Talence MidCaps et Talence EuroMidcap** : ces trois fonds ont fait le choix d'orienter leurs investissements sur des sociétés de petites et moyennes capitalisations avec une spécialisation supplémentaire pour Talence EuroMidcap, à savoir les valeurs européennes. Le fonds Talence Sélection PME est ainsi éligible au dispositif du PEA-PME, atout supplémentaire très apprécié des investisseurs privés.
- **Talence 2017** : ce « fonds à échéance » est l'un des seuls développés en France. Après le succès du millésime Talence 2015, la société a décidé de renouveler l'expérience avec Talence 2017. Le périmètre d'investissement de ce fonds est assez atypique : le gérant sélectionne une quarantaine de valeurs qu'il juge malmenées (à tort) par les marchés financiers et fixe un objectif de cours pour chacune d'entre elles. L'investissement ne se fait que pendant une courte période, lors du lancement du fonds. Dès lors que l'une des valeurs atteint l'objectif de cours déterminé, le gérant allège la ligne et place les liquidités reçues sur des supports monétaires non risqués. Le fonds Talence 2017 a ainsi été lancé fin 2014 avec un horizon de trois ans : il en ressort que huit mois après son lancement, la moitié des titres ont atteint l'objectif de cours fixé et ont donc été cédés. Après le succès de Talence 2015, Talence 2017 semble suivre un chemin similaire grâce à des performances remarquables. Au 30 avril 2015, le fonds affichait en effet une performance de +26.40% depuis sa création au 3

novembre 2014. Notons que ce fonds est « hebdomadaire » : sa Valeur Liquidative n'est donc calculée et diffusée qu'une seule fois par semaine, à la différence des autres fonds qui sont quotidiens et qui ont donc une Valeur Liquidative calculée et diffusée tous les jours.

- **Talence Patrimonial** : ce fonds est caractérisé par une diversification géographique et sectorielle très forte. Les investissements sont réalisés par le biais d'ETF (Exchanged Traded Funds), appelés également Trackers. Ces produits ont pour objectif de répliquer les performances d'un sous-jacent, généralement un indice actions ou des indices de taux ; ils permettent une très forte diversification mais doivent être analysés finement car ils peuvent présenter un risque du fait de l'effet de levier. Talence Patrimonial peut ainsi adapter sa stratégie à l'ensemble des données macro-économiques : évolution du cours des devises, du rendement des obligations d'Etat ou encore de la performance des actions américaines.
- **Legal & General Sélection PME et Legal & General Stratégie MidCaps** : ces deux fonds sont appelés des fonds « nourriciers » : ils ne sont en effet investis que dans une seule ligne. Ainsi, Legal & General Sélection PME est exclusivement investi dans le fonds Talence Sélection PME et Legal & General Stratégie MidCaps est investi à 100% dans Talence MidCaps. Il s'agit d'une preuve de confiance accordée par Legal & General qui est l'un des premiers groupes financiers européens : coté à la Bourse de Londres, ce dernier gère plus de 500 milliards d'euros d'actifs dans le monde entier.

Des partenaires extérieurs de choix pour une qualité de service reconnue

En tant que société de gestion, Talence a dû nouer différents partenariats pour pouvoir exercer son activité et respecter la réglementation financière. Pour la branche Gestion Sous Mandat, il a été nécessaire de désigner un teneur de compte en charge de l'ouverture des comptes clients et de l'édition de Relevés d'Identités Bancaires. Le choix a été porté sur B*Capital, société d'investissement et filiale de BNP Paribas. La mission de dépositaire et valorisateur a quant à elle été confiée à CACEIS³ (depuis le 1^{er} juillet 2015, il s'agissait auparavant de RBC Dexia). Ses rôles sont primordiaux dans la Gestion Collective et très variés : traitement des opérations de règlement-livraisons et vérification de leur bon dénouement monétaire et physique ou encore traitement des Opérations Sur Titres (distribution de dividendes, détachements de droits, etc.). De plus, CACEIS a comme mission d'assurer la centralisation des fonds Talence : cela signifie que toutes les souscriptions / rachats lui sont adressés. Enfin, l'une des missions phares est le calcul de la valeur liquidative qui s'opère de façon quotidienne ou hebdomadaire (pour les fonds Talence 2017 et Monceau Portefeuille). Pour précision, la valeur liquidative représente « la valorisation de chacune des valeurs détenues (et en tenant compte des liquidités) en portefeuille, en déduisant de cette somme les dépenses et les frais du fonds et en divisant par le nombre total de parts »⁴.

³ **CACEIS** : Crédit Agricole – Caisse d'Épargne Investor Services. Il s'agit d'une filiale du Crédit Agricole regroupant principalement les activités suivantes : prestations de services aux émetteurs de titres, conservation ou encore administration de fonds.

⁴ Morningstar, « Qu'est ce qu'une Valeur Liquidative ? », mise à jour le 11.02.2009, <http://www.morningstar.fr/fr/news/93911/quest-ce-quune-valeur-liquidative-.aspx>

Nom du Fonds	Date de création	Performance du fonds depuis la création	Benchmark	Performance du Benchmark depuis la création	En-cours sous Gestion
Talence MidCaps	30/06/2010	+ 96.25%	<i>CAC Mid & Small Net Return</i>	+ 81.86%	66.38 M €
Talence Opportunité	30/06/2010	+ 63.24%	<i>CAC 40 NR</i>	+ 45.58%	10.77 M €
Talence EuroMidcap	29/08/2014	+ 16.35%	<i>EURO STOXX Small NR</i>	+ 13.98%	19.37 M €
Talence Sélection PME	06/01/2014	+ 20.07%	<i>CAC Small NR</i>	+ 25.59%	10.9 M €
Talence 2017	03/11/2014	+ 23.65%	<i>7% annuels</i>	+ 4.45%	42.91 M €
Talence Optimal	30/06/2010	+ 29.84%	<i>50% CAC 40 NR + 50% EONIA Capitalisé</i>	+ 24.57%	34.19 M €

Tableau 1 : Chiffres clés et performances des principaux OPC de Talence Gestion – Données au 30/06/2015

Les Benchmarks utilisés

CAC Mid & Small Net Return : cet indice est représentatif des petites et moyennes capitalisations françaises. Il est actuellement composé de 190 valeurs alliant les 100 valeurs du CAC Mid 100 et les 90 valeurs du CAC Small 90. La précision « Net Return » signifie que les performances du Benchmark sont calculées avec les dividendes nets réinvestis.

CAC 40 Net Return : il s'agit de l'indice phare de la place de Paris. Cet indice, créé en 1987, représente les 40 plus grandes capitalisations françaises. A sa tête, on retrouve les sociétés SANOFI et TOTAL dont la position de leader ou second varie selon les fluctuations boursières. Les performances sont également calculées dividendes nets réinvestis.

EURO STOXX Small Net Return : à l'image du CAC Small NR, l'indice EURO STOXX Small NR est représentatif des sociétés européennes de petites capitalisations. Ce dernier est composé de 200 valeurs européennes, couvrant des pays tels que l'Espagne, la France, la République Tchèque ou encore le Royaume-Uni.

Une société distinguée par des récompenses régulières

Grâce aux performances régulières et stables de ses fonds, la société Talence Gestion s'est vue décerner plusieurs récompenses au cours des 5 dernières années. Ainsi, en 2014, la société a été élue lauréate par Morningstar dans la catégorie Actions des « Emerging Managers Best Practices ». Cette récompense a permis de mettre en lumière la capacité d'innovation et le dynamisme de Talence Gestion.

En 2015, Talence Gestion a également été sélectionnée par le programme Emergence, géré par NewAlpha Asset Management⁵. Ce programme d'incubation vise à apporter des fonds supplémentaires à des sociétés de gestion récentes et dynamiques. Financée par les plus grands investisseurs institutionnels français, la SICAV Emergence permet à des sociétés de taille entrepreneuriale d'atteindre des paliers supplémentaires dans leur croissance, notamment d'accéder à la taille d'Entreprises de Tailles Intermédiaires (ETI). Grâce à cette sélection prestigieuse, Talence Gestion a reçu 35 millions d'euros qui ont été investis dans deux de ses fonds : 30 millions d'euros attribués à Talence MidCaps et 5 millions d'euros à Talence EuroMidcap. Cette distinction a permis de mettre en lumière les performances des fonds Talence au sein de l'ensemble de la presse spécialisée grâce à de très nombreux articles (Les Echos, AGEFI, Morningstar Pro ou encore Club Patrimoine).

⁵ Talence Gestion, « Talence Gestion, troisième investissement d'Emergence actions », le 02.04.2015, http://www.talencegestion.fr/upload/File/Presse/cp_emergence_newalpha_talence_gestion_2-avril-2015.pdf

Les missions confiées au Middle Office

Au sein de la société Talence Gestion, le Middle Office est composé de trois salariés ayant des missions extrêmement variées. Il est en effet important de noter que les missions d'un Middle Office sont très différentes d'une structure à l'autre.

Dans le cas de grandes banques d'investissement, le Middle Office a un contact direct avec la clientèle alors que, dans les structures de tailles plus petites, la relation clientèle s'effectue directement avec les gérants. On retrouve donc ici la volonté de proximité avec la clientèle qui a la possibilité de n'avoir qu'un seul interlocuteur, favorisant le développement d'une relation de confiance. Cependant, du fait du nombre restreint de salariés, les missions du Middle Office sont très vastes. Ce dernier établit le lien entre les partenaires (teneur de compte ou encore dépositaire-centralisateur) et les gérants privés et collectifs. Ses missions relèvent principalement du contrôle et sont souvent la dernière étape avant la diffusion d'informations au grand public.

Les missions liées à la Gestion Sous Mandat

En appui des Assistants Gérants, le Middle Office a en charge de nombreuses missions de contrôles liées à la Gestion Sous Mandat. Tout d'abord, c'est à lui que revient la charge de détecter quotidiennement les comptes débiteurs et d'en informer les gérants pour que ceux-ci puissent prendre les mesures nécessaires (vente d'actifs ou rachat de parts par exemple). En dehors du contrôle des liquidités, le Middle Office s'assure que les positions titres ou encore les Prix de Revient Unitaires (PRU) sont cohérents entre le teneur de compte et le logiciel interne de la société. En effet, tout écart doit pouvoir être justifié et régularisé car il entraîne des conséquences directes sur les performances des portefeuilles des clients. Les dossiers d'ouvertures de comptes sont également traités par le Middle Office qui doit veiller à la conformité de l'ensemble des documents avant la transmission au teneur de compte. Les vérifications effectuées portent principalement sur l'identité du client, sa connaissance des marchés financiers mais également sur l'origine des fonds transmis ; cela permet d'être en conformité avec la réglementation pour la lutte anti-blanchiment. Le contrôle des performances des portefeuilles (qui doivent respecter une certaine cohérence au vu du profil de gestion choisi par le client) ainsi que le calcul des frais liés aux contrats d'Assurance Vie sont d'autres délégations du Middle Office.

Les missions liées à la Gestion Collective

Une fois encore, le Middle Office a un rôle de contrôle pour la Gestion Collective. L'une des missions principales est la vérification de la Valeur Liquidative déterminée par le dépositaire - centralisateur. Cette mission est fondamentale car la Valeur Liquidative est l'indicateur suivi par tous les investisseurs et elle doit respecter une réglementation très stricte : ainsi la publication d'une Valeur Liquidative erronée pourrait avoir des conséquences financières voire pénales très importantes. De plus, il est nécessaire de contrôler la cohérence des tickets d'ordres passés par les gérants avec la confirmation envoyée par les brokers : toute erreur serait susceptible de bloquer le dénouement de l'achat ou de la vente. La « vie courante » des fonds nécessite également un suivi réalisé par le Middle Office qui fait le lien entre les partenaires (principalement le Dépositaire – Centralisateur) et les gérants : suivi des votes aux Assemblées Générales ou encore suivi des décisions des gérants pour les Opérations Sur Titres.

Introduction

Les petites et moyennes entreprises (PME), qui constituent le cœur de l'environnement professionnel en France, représentent 99,8% des entreprises et 48,7% de la masse salariale. Ces structures, employant moins de 250 salariés pour un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros, se heurtent à de nombreux obstacles dans leur développement. Les PME sont peu attrayantes pour les groupes bancaires, du fait de leur présence sur des secteurs de niche, couplée à une faible visibilité quant à leur croissance future. Ceux-ci exigent ainsi de plus en plus de garanties avant d'accorder une nouvelle ligne de financement. Largement échaudés par les défauts liés à la crise financière, les organismes de crédits privilégient désormais les sociétés au développement stable, ayant une visibilité élevée. Les nouveaux ratios de solvabilité et de liquidité imposés par les traités de Bâle tendent à accroître cette situation ; les groupes bancaires favoriseront de plus en plus l'accompagnement des entreprises sur les marchés obligataires en dépit d'un financement par crédit bancaire.

Face à ce constat, les petites et moyennes structures doivent trouver de nouvelles sources de financements, pour assurer leur pérennité. Le financement interne - free cash-flows, cession d'actifs ou encore hausse de l'engagement des actionnaires historiques – représente la première méthode utilisée par les entreprises. Néanmoins, celle-ci se révèle généralement insuffisante pour une société dont les ambitions vont au-delà d'une simple croissance modérée. Le financement externe, seconde méthode utilisée, consiste à ouvrir son capital à de nouveaux actionnaires et peut alors prendre la forme d'une introduction en Bourse ou *Initial Public Offering (IPO)*. Avec seulement quelques centaines de PME cotées sur les marchés financiers, la France est en retard sur de nombreux autres pays européens. Fort de ce constat, ce document s'attache à analyser quels sont les opportunités et les risques liés à la cotation des PME sur les marchés boursiers, au regard de trois protagonistes – les particuliers, les sociétés elles-mêmes et les acteurs du monde de la finance ? Ainsi, les ménages français qui disposent d'un taux d'épargne très élevé, sont-ils pour autant prêts à déplacer cette épargne en faveur du financement des petites et moyennes valeurs ? Les financements par crédits bancaires étant de plus en plus difficiles d'accès pour les petites sociétés, quelles sont les raisons qui freinent leur recours à l'appel public à l'épargne ? Alors que la finance thématique se développe de plus en plus, peut-on considérer qu'il existe aujourd'hui une ruée sur les petites et moyennes valeurs de la part des gérants d'organismes de placements collectifs (OPC) ? Les fameuses Small & Mid Caps, qui semblent faire l'objet de toutes les attentions de la part des principaux acteurs du monde financier, permettent-elles d'obtenir des rendements suffisants au vu des risques pris ?

Dans un premier temps, nous nous attachons à établir un panorama de la situation de l'épargne en France. Considérés comme des « fourmis », les Français ont l'un des taux d'épargne les plus élevés au monde, caractérisé par un recours majoritaire aux produits bancaires non risqués. Ce constat marque le désintérêt des particuliers pour les marchés financiers ; est-ce le signe d'une profonde aversion au risque ou d'une simple méconnaissance des produits existants ? A l'inverse, certains pays sont considérés comme « surexposés » aux marchés boursiers, comme la Chine ou les Etats-Unis. Ces deux exemples de pays étrangers nous permettront d'illustrer quels sont les risques et les opportunités pour les particuliers qui souhaitent déplacer leur épargne sur les marchés

boursiers ; cette analyse portera essentiellement sur l'étude de la cohérence entre l'horizon d'investissement et le type de placement réalisé.

En France, le faible recours aux marchés financiers n'est évidemment pas sans conséquence pour les sociétés ayant fait le pari d'un financement par appel public à l'épargne. Les récents gouvernements, dans une période de forte hausse du chômage, ont alors décidé de développer de nouveaux dispositifs favorisant le développement et l'attrait des PME. L'analyse du rapport Rameix-Giami permet de mettre en avant toutes les difficultés rencontrées pour les entreprises et préconise différentes solutions. Dans la lignée de ce rapport, le dispositif du PEA-PME est mis en place en 2014. Ce nouveau support propose des avantages fiscaux identiques au PEA mais restreint le champ d'investissement aux Petites et Moyennes Entreprises et aux Entreprises de Taille Intermédiaire. Après une année de mise en œuvre, Géraldine WERSY, gérant privé, effectue un premier bilan.

La deuxième partie établit une photographie des fonds d'investissement tournés vers les petites et moyennes valeurs boursières. Ces produits connaissent depuis quelques années un succès grandissant. Jean-François ARNAUD, gérant du fonds Talence Euromidcap spécialisé dans les Small & Mid Caps européennes, nous détaille les raisons expliquant l'intérêt des professionnels pour ce segment. Face à ce phénomène, les entreprises de marché tel que NYSE Euronext ont adapté leurs outils et ont notamment développé de nouveaux indices uniquement dédiés à ces valeurs.

Si pour les gérants le faible suivi d'une société peut se révéler être un atout, pour les sociétés elles-mêmes qui souhaitent recourir aux marchés boursiers, cela représente un véritable handicap. Au-delà des obstacles administratifs, légaux et financiers, les petites et moyennes valeurs se heurtent à un manque de notoriété et à une faible visibilité médiatique antérieurement à leur cotation. L'étude des IPO d'Europcar et Ekinops nous permettra d'analyser les conséquences d'une telle décision pour les sociétés.

La troisième et dernière partie illustre l'ensemble des conclusions issues des deux premiers points à travers deux fonds : Talence Sélection PME et Amundi Actions France. Le premier, éligible au dispositif du PEA-PME, axe sa stratégie sur les micros et petites entreprises. Parallèlement, le fonds Amundi Actions France est la parfaite illustration d'un produit qui investit dans les grandes capitalisations françaises depuis plusieurs décennies. Ces deux fonds, bien que présentant le même niveau de risque avec une classification de 6 sur une échelle de 7 par l'Autorité des Marchés Financiers, présentent des caractéristiques totalement opposées. Leurs investissements, leur tracking-error et leurs ratios de risque sont autant d'éléments qui permettent de mettre en lumière ces différences. Au regard des résultats de cette étude, nous nous attachons à établir un bilan sur l'investissement dans les PME et ETI pour les particuliers désireux de déplacer leur épargne sur les marchés financiers.

L'analyse des implications d'une cotation de PME sur les marchés financiers revêt ainsi différentes facettes, liées aux nombreux intervenants. Cette diversité représente l'intérêt du sujet car chacun des protagonistes a des attentes et des craintes particulières. La décision

d'investissement (pour les particuliers et les gérants collectifs) ou de financement (pour les sociétés) représente un véritable challenge dans une période où l'accès au crédit bancaire est réduit et où les marchés connaissent une volatilité très forte. Au-delà de ces intervenants, c'est tout l'environnement macroéconomique qui entre en jeu et qui détermine, entre autres, les raisons du succès ou de l'échec d'une introduction en bourse. Pour une petite société, cette opération est généralement le catalyseur d'un développement international ou au contraire l'élément qui accélèrera sa chute.

Partie 1 : Le financement des sociétés de petites et moyennes capitalisations par l'appel public à l'épargne : *des difficultés pour attirer les investisseurs particuliers aux nouveaux dispositifs développés*

Dans une économie où le recours à l'emprunt bancaire est de plus en plus difficile, les sociétés doivent sans cesse diversifier leurs sources de financement. Les petites et moyennes capitalisations sont particulièrement concernées par ce phénomène : en effet, les garanties qu'elles présentent sont souvent insuffisantes au regard de la nouvelle exigence bancaire. Cette dernière se manifeste tout d'abord du fait de la récente crise économique et financière. Les banques ont subi depuis plusieurs années de forts taux de défauts de remboursements de crédit ; cela les amène à plus de prudence quant aux décisions d'octroi de financement pour les sociétés. Il faut également prendre en compte le durcissement de la réglementation bancaire européenne et internationale, notamment avec les traités de Bâle qui imposent aux banques des ratios de fonds propres toujours plus forts, contractant ainsi l'offre de crédit.

C'est dans cette optique que s'inscrit la première partie qui va amener à présenter la situation du financement des petites et moyennes capitalisations en France. A la différence de certains pays, les PME ont faiblement recours aux marchés boursiers pour se financer, alors que le tissu de PME en France est extrêmement dense ; ces dernières représentent en effet 99.8% des entreprises et près de 50% de l'emploi salarié en 2011⁶. Cette méfiance, voire ce « désintérêt » pour les marchés financiers a des conséquences certaines sur le développement de petites structures mais, à contrario, une économie qui serait trop tournée vers les marchés boursiers n'est pas sans risque.

Conscient de cette mauvaise connaissance des marchés financiers, le gouvernement a récemment décidé de mettre en œuvre de nouveaux dispositifs pour inciter les sociétés de petites et moyennes capitalisations à se financer sur les marchés mais également à accroître l'intérêt des particuliers pour ce segment d'investissement. Le Plan d'Epargne en Actions dédié aux Petites et Moyennes Entreprises (PEA-PME) offre donc un cadre fiscal avantageux pour les particuliers désireux de se tourner vers des investissements dans des sociétés respectant des critères précis que nous détaillerons. Ce mécanisme s'est très rapidement imposé comme un nouveau support proposé dans la Gestion Sous Mandat et a permis aux gérants de proposer de nouveaux investissements. Géraldine WERSY, Associé – Gérant Privé chez Talence Gestion établira un premier bilan après un an de mise en œuvre du PEA-PME et détaillera les contraintes particulières liées aux investissements dans les sociétés de petites et moyennes capitalisations.

⁶ Ministère des Finances et des comptes publics, Centre de Documentation Economie-Finances (CEDEF), « Où trouver les chiffres clés des PME ? », dernière modification le 27.05.2015 <http://www.economie.gouv.fr/cedef/chiffres-cles-des-pme>

1.1. L'investissement des particuliers sur les marchés financiers : l'existence d'une forte disparité à l'échelle mondiale

Avec près de 900 sociétés cotées, la France est loin d'être l'économie la plus « financiarisée » du monde et même d'Europe. Notons par exemple que l'Espagne en comptabilisait plus de 3.000 en 2012 selon la Banque Mondiale⁷ et le Royaume Uni près de 2.200. Cela traduit le manque d'intérêt des particuliers pour les marchés boursiers comme mode d'épargne. Extrêmement sensibles aux mouvements de taux sur les livrets bancaires traditionnels, les ménages français n'ont que peu recours aux placements sur les marchés malgré un taux d'épargne plus élevé que la moyenne européenne. Ce mode d'épargne tourné vers les produits bancaires n'est pas sans conséquence pour le développement des sociétés qui ont besoin de financements continus pour pouvoir développer leurs activités. A l'inverse, certains pays tels que les Etats-Unis ou la Chine ont une économie beaucoup plus tournée vers les marchés boursiers. Les petits épargnants n'hésitent pas en effet à placer une grande partie de leurs économies sur les marchés financiers, au risque de voir leur patrimoine financier subir les aléas de la Bourse. Ainsi, dans la première partie nous établissons une cartographie de la situation de l'épargne en France, en l'opposant à l'épargne de pays surexposés aux marchés.

1.1.1. Panorama de la situation de l'épargne en France : recours massif aux dépôts bancaires et désintérêt pour les marchés financiers

Malgré une évolution des modes de consommation, la répartition de l'épargne en France n'a finalement que peu évolué au cours des dernières années. Les réajustements assez violents de taux des dépôts bancaires ont récemment favorisé les contrats d'assurance-vie mais l'épargne reste toujours majoritairement orientée vers deux segments : dépôts bancaires et assurance-vie.

	Encours 2014 T4	Répartition
PRINCIPAUX PLACEMENTS FINANCIERS (en milliards d'euros)	4259,20	
Actifs liquides et non risqués	1031,30	24,21%
<i>Numéraire</i>	66,20	1,55%
<i>Dépôts à vue</i>	345,00	8,10%
<i>Livrets d'épargne et CEL</i>	606,20	14,23%
<i>Titres d'OPC monétaires</i>	13,90	0,33%
Autres actifs non risqués	1643,00	38,58%
<i>Comptes à termes</i>	72,40	1,70%
<i>Epargne contractuelle</i>	238,50	5,60%
<i>Assurance-vie en supports €</i>	1332,10	31,28%
Actifs liquides et risqués	555,30	13,04%
<i>Titres de créance</i>	78,80	1,85%

⁷ La Banque Mondiale, « Entreprises intérieures cotées en Bourse », période 2010-2014, <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.LDOM.NO>

Actions cotées	192,60	4,52%
Titres d'OPC non monétaires (y compris FCPE)	283,90	6,67%
Autres actifs risqués	1029,60	24,17%
Actions non cotées et autres participations	770,20	18,08%
Assurance-vie en supports UC	259,40	6,09%

Tableau 1: Répartition de l'épargne des ménages français au Trimestre 4 2014 – Source Banque de France

Le tableau ci-dessus permet d'établir un panorama de l'épargne des ménages français au 4^{ème} trimestre 2014. Chaque trimestre, la Banque de France réalise une analyse pour étudier les évolutions de cette répartition et notamment pour déterminer les impacts des modifications des taux de rémunération des livrets⁸. Nous pouvons ainsi constater que les placements financiers les plus utilisés sont les livrets d'épargne ainsi que l'assurance-vie en support euros. A eux seuls, ces produits représentent plus de 45% de l'épargne des ménages. La catégorie « Actifs risqués et liquides », qui comprend notamment les actions cotées ne représente quant à elle que 13.04%, ce qui illustre totalement le désintérêt des ménages pour les marchés boursiers. D'une manière indirecte, les investissements sur les marchés boursiers peuvent également être réalisés via les supports Unités de Comptes (UC) de l'assurance-vie ou encore par les titres d'Organismes de Placement Collectifs (OPC) non monétaires, mais là encore les proportions sont sans commune mesure avec les livrets d'épargne ou les supports euros de l'assurance-vie. Ainsi, avec un taux d'épargne de près de 16%, les ménages français sont plus considérés comme des « fourmis » qui cherchent avant tout à protéger leur capital, même si, sur un horizon de long terme, les investissements sur les marchés financiers se révèlent plus rentables avec un niveau de risque mesuré. Les récents krachs boursiers qui se sont succédé depuis le début des années 2000 ont semblé mettre un nouveau frein à l'investissement boursier des ménages, couplé à une fiscalité souvent peu avantageuse sur les plus-values ou les dividendes.

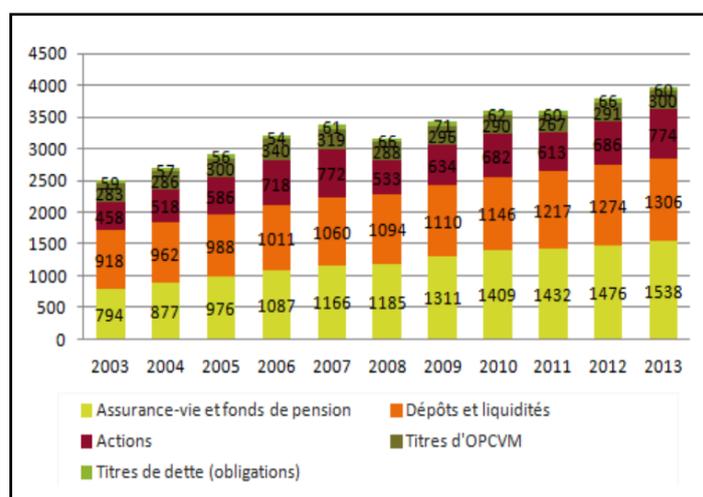


Figure 1 : Evolution de la répartition du patrimoine des ménages français – Source Banque de France⁹

⁸ Banque de France, « Epargne des ménages – 4^{ème} Trimestre 2014 et 1^{er} Trimestre 2015 », dernière mise à jour le 30.04.2015, <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/stats-info/detail/epargne-des-menages.html>

⁹ La Finance pour tous, « Chiffres clés – Epargne des ménages », dernière mise à jour le 01.07.2014, http://www.lafinancepourtous.com/html/IMG/pdf/chiffres_cles/IEFP_epargne_menages.pdf

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution de la répartition de l'épargne française et permet de mettre en lumière une certaine stabilité. Nous pouvons remarquer que depuis plus de 10 ans, l'épargne française n'a pas connu de véritable transformation et est restée majoritairement tournée vers les dépôts bancaires et les supports euros des contrats d'assurance vie (cf. Annexe 1). Les actions, titres de dettes et titres d'OPCVM restent quant à eux minoritaires avec une proportion évoluant entre 25% et 30%. La décennie choisie sur ce graphique (de 2003 à 2013) est intéressante car il s'agit d'une période qui illustre différentes conjonctures économiques. En effet, la période de 2003 à 2007 est une période qui fait suite à la bulle internet ayant entraîné un krach boursier en 2001. Ces années sont donc des années de reprise financière mêlées à un nouveau phénomène mondial : le développement du terrorisme après les attaques du 11 septembre 2001. Durant le premier semestre 2007, le CAC 40 atteint des sommets avec un record de 6.168 points en clôture le 1^{er} juin 2007. Après cette période d'euphorie, la finance internationale connaît l'un de ces plus brutaux retournements avec la crise des subprimes qui entraîne une chute de tous les indices boursiers mondiaux, suivi en 2012 par une crise de la dette des Etats en Europe.

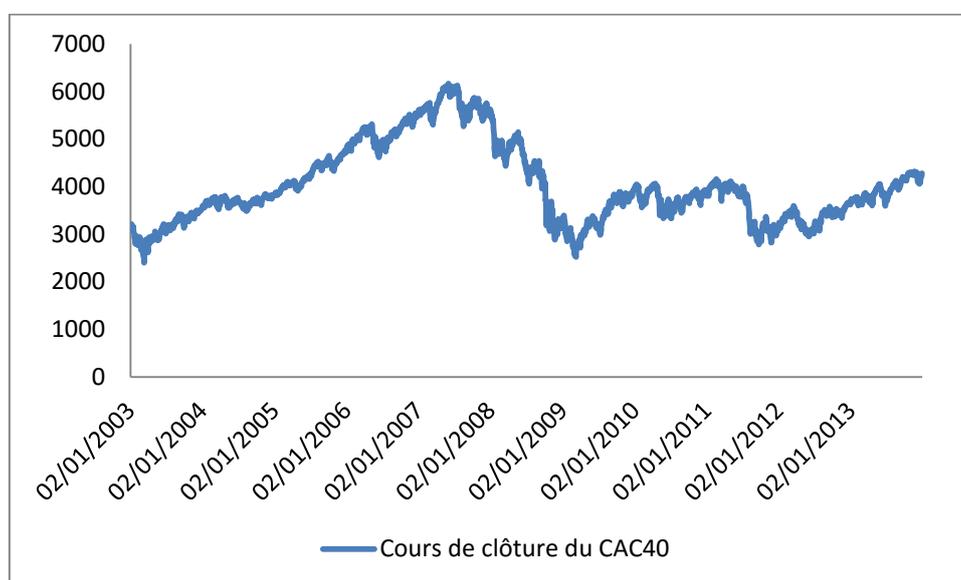


Figure 2 : Evolution des cours de clôture du CAC 40 du 1^{er} janvier 2003 au 31 décembre 2013

Ce graphique illustrant l'évolution des cours de clôture du CAC 40 de 2003 à 2013¹⁰ permet de mettre en lumière l'absence de corrélation entre l'évolution de la structure de l'épargne française (stable sur la période 2003-2013) et le cours de l'indice représentatif des plus grandes capitalisations françaises (extrêmement volatil sur cette même période 2003-2013). Le comportement d'épargne des ménages ne dépend donc absolument pas de l'évolution des cours des marchés financiers, en dépit de la présence de deux krachs majeurs en 2001 et 2007 et d'une période d'euphorie boursière.

Notons enfin que, contrairement à d'autres pays européens, notamment l'Allemagne, la France est un pays de « propriétaires » ; les ménages anticipent donc leurs achats immobiliers par un fort taux

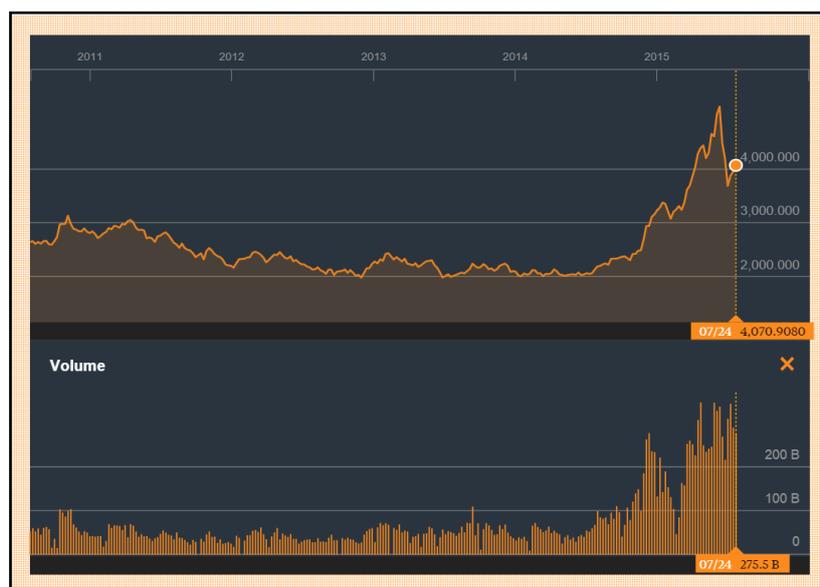
¹⁰ La Figure 2 a été établie à partir des cours de clôture quotidiens du CAC 40 entre le 1^{er} janvier 2003 et le 31 Décembre 2013 – Source AbcBourse - <https://www.abcbourse.com/download/download.aspx?s=PX1p>

d'épargne non risquée, c'est-à-dire une épargne bancaire traditionnelle¹¹. Ce point peut également être l'un des éléments explicatif du comportement d'épargne des français comme l'illustre un article paru dans La Tribune et intitulé justement « Les Français sont des fourmis vraiment pas téméraires ».

Au niveau européen ou même international, la situation de l'épargne française ne représente pas la norme, elle est même plutôt un cas isolé. De nombreux grands pays connaissent des taux d'épargne investie sur les marchés boursiers bien plus élevés ; il peut s'agir d'un phénomène ancré et ancien comme aux Etats-Unis ou au contraire d'un phénomène récent porté par la bonne santé financière de certains indices boursiers, comme c'est le cas actuellement en Chine.

1.1.2. Panoramas d'économies surexposées aux marchés : des risques en cas d'investissements déconnectés de la réalité économique – Exemples de la Chine et des Etats-Unis

Avec une chute des deux indices boursiers phares de Chine (les indices Shanghai Composite et Hang Seng) de près de 30% en quelques semaines, les épargnants chinois ont connu une période de fortes turbulences après une euphorie financière ayant duré plus d'un an. L'indice de Shanghai avait en effet évolué de plus de 50% durant l'année 2014 et de plus de 55% uniquement sur le premier semestre 2015. De nombreux analystes voient donc dans ce retournement une consolidation normale après une période de très forte hausse ininterrompue, décorrélée de la réalité économique du pays. Cependant, cet évènement a mis en lumière les risques engendrés par la volatilité des marchés boursiers. Auparavant, la Chine n'était pas un pays très « financiarisé » et les particuliers n'investissaient pas massivement leur épargne sur les marchés. En revanche, depuis quelques années, la Chine a vu émerger une classe moyenne de plus en plus grande avec une forte capacité d'épargne.



¹¹ La Tribune, « Les Français sont des fourmis vraiment pas téméraires », Christine LEJOUX, 14.02.2015, <http://www.latribune.fr/vos-finances/epargne/20150214trib7e8f44119/les-francais-sont-des-fourmis-vraiment-pas-temeraires.html>

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution de l'indice vedette de Shanghai au cours des 5 dernières années, en valeur et en volume. Nous remarquons que la période d'euphorie boursière a atteint son sommet au cours du mois de mai 2015 suivi par un retournement très violent, associé à de très forts volumes, représentant près de 300 milliards de dollars quotidiens au début du mois de juin¹³. Ce phénomène a depuis plusieurs années été alimenté par le gouvernement chinois qui a poussé les ménages vers les marchés financiers. En effet, face au ralentissement du boom immobilier, la classe moyenne chinoise a déplacé ses investissements vers la Bourse : plus de 100 millions de chinois investissent aujourd'hui à titre personnel sur les marchés. Rien que sur la dernière semaine du mois de mai 2015, près de 4.5 millions de particuliers ont ouvert un compte titres ; on estime ainsi que 80% des investisseurs à Shanghai sont des petits porteurs¹⁴. Or, en Bourse, la hausse appelle la hausse ; les épargnants ont ainsi cru au miracle des marchés financiers grâce à des croissances de cours à deux voire trois chiffres. Poussés par le gouvernement, les épargnants ont investi massivement dans un marché en pleine bulle, en utilisant abondamment des techniques financières risquées telle que la vente à découvert. Cependant, une hausse si spectaculaire ne peut que cacher des mouvements spéculatifs et malgré les nombreuses mesures prises en urgence par le gouvernement, le retournement a été brutal. Il est nécessaire de noter que pendant plusieurs jours, des mesures palliatives ponctuelles ont été mises en place afin de limiter la chute : des centaines de sociétés ont vu leurs cotations suspendues, les ventes à découvert ont été interdites, les grands actionnaires ont eu l'interdiction de céder leurs titres et certains brokers se sont engagés à injecter des milliards de yuans dans les marchés financiers. La baisse de 30% de la Bourse cache donc une réalité qui aurait dû être plus lourde sans l'intervention du gouvernement.

La Chine est aujourd'hui la parfaite illustration des risques engendrés par une économie qui se surexpose de manière trop rapide aux marchés financiers. A l'inverse de la France, les épargnants chinois se sont récemment rués sur les investissements boursiers, au détriment d'une vraie compréhension des risques. Il faut noter que le marché financier en Chine est un marché qui n'est pas mature et très peu d'investisseurs institutionnels ayant une bonne appréhension des menaces sont présents. Avec près de 3.000 milliards de dollars de capitalisation perdus en quelques jours¹⁵, les épargnants ont brutalement pris conscience de la volatilité extrême du marché : les investissements risqués nécessitent une vision de long terme, permettant ainsi d'absorber les périodes de baisse tout en profitant des périodes de croissance. D'un point de vue extérieur, la constitution d'une bulle était évidente mais il faut rappeler que le gouvernement a fait l'apologie de l'investissement en Bourse, créant ainsi un climat de confiance pour les particuliers¹⁶.

Contrairement au phénomène chinois assez récent, les ménages américains investissent depuis des années sur les marchés boursiers. Depuis les années 1980, les Etats-Unis ont assisté à un fort développement des fonds de pension. En effet, outre la pension fédérale versée par les autorités

¹² Bloomberg, Shanghai Stock Exchange Composite, Evolution de 2010 à 2015 du cours de l'indice et des volumes, <http://www.bloomberg.com/quote/SHCOMP:IND>

¹³ Wall Street Journal, « Shanghai Stock plummet after months of high-flying gains », Chao Deng, le 28.05.2015, <http://www.wsj.com/articles/china-shares-shanghai-composite-plummets-1432782297>

¹⁴ Le Monde Economie, « Pourquoi les secousses de la Bourse chinoise inquiètent la planète finance ? », Audrey Tonnelier, le 09.07.2015, http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/07/09/pourquoi-les-secousses-de-la-bourse-chinoise-inquietent-la-planete-finance_4676935_3234.html

¹⁵ Capital, « Le grand n'importe quoi de la Bourse chinoise », Jonathan Chelet, le 08.07.2015, <http://www.capital.fr/bourse/actualites/le-grand-n-importe-quoi-de-la-bourse-chinoise-1053042>

¹⁶ Challenges, « Pourquoi la Chine communiste adore la Bourse », Etienne Goetz, le 16.04.2015, <http://www.challenges.fr/economie/20150416.CHA5030/pourquoi-la-chine-communiste-adore-la-bourse.html>

locales, les ménages américains doivent se constituer une retraite par capitalisation, via des fonds de pension privés le plus souvent. L'épargne que les ménages versent à ces fonds de pension est donc investie sur les marchés financiers et est ainsi soumise aux risques et à la volatilité des cours. Selon Vincent TOUZE et d'après les données du Bureau of Economic Analysis¹⁷, le montant versé à ces fonds de pension en 2009 (retraite par capitalisation) représentait 6% du PIB américain, soit près de 1.000 milliards de dollars. Durant la crise financière de 2007-2008, les rendements de ces fonds ont été largement impactés du fait d'un fort taux d'investissement en actions : rappelons qu'en 2008, l'indice Standard & Poor's 500 a chuté de 38.5%. Cependant, bien que de nombreux épargnants américains aient été fortement touchés par cette crise, il faut noter que le marché boursier américain a très rapidement rebondi, grâce à une progression de près de 25% en 2009 et de 13% en 2010. Ainsi, il est très important de nuancer le risque engendré par ce mode de fonctionnement.

A la différence des ménages chinois qui n'investissent que depuis peu sur un marché non mature, et avec une vision de profit à court terme, l'investissement sur les marchés boursiers réalisés par les ménages américains via les fonds de pension revêt une vision de long terme, portant sur des années voire des décennies. L'investissement en produits risqués de type action ne peut être apprécié que sur une longue période, ce qui permet de pouvoir passer outre les crises financières tout en profitant des périodes de hausse des marchés boursiers. Le rendement de ces fonds de pension, bien que très fortement affecté par la crise financière de 2007 et en dépit d'un taux de défaut élevé à l'issue de la crise, reste assez élevé sur le long terme ; long terme qui coïncide parfaitement avec l'horizon d'investissement pour la constitution d'un capital-retraite. Dans la « Lettre de l'Observatoire de l'épargne » publiée par l'Autorité des Marchés Financiers en décembre 2013, il ressort que sur un horizon de 20 ans ou plus, les actions affichent le meilleur rendement malgré la succession de crises.

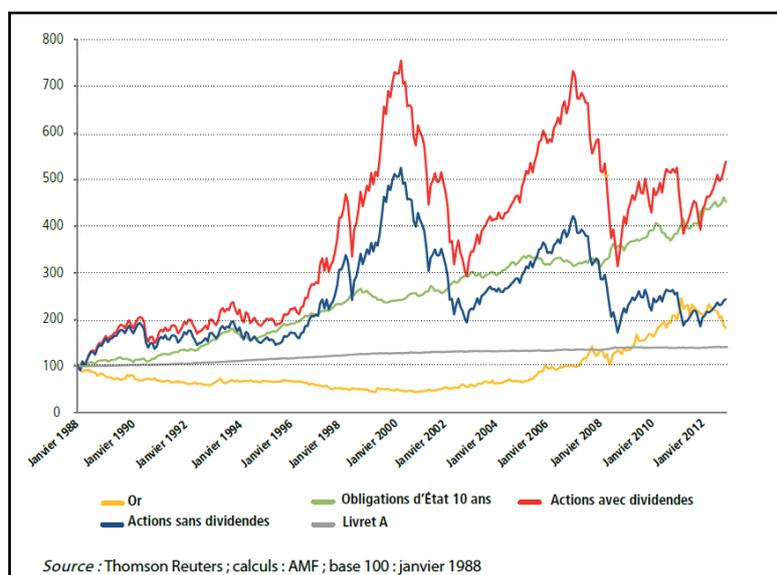


Figure 4 : Performances réelles comparées des principaux actifs financiers de 1988 à juin 2013 en France¹⁸

¹⁷ OFCE, Centre de recherche et d'économie de Sciences Po, « Le financement des retraites aux Etats-Unis : Impact de la crise et tendances de long terme », Vincent Touzé, Juillet 2011, page 65, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-118.pdf>

¹⁸ Lettre de l'Observatoire de l'Épargne de l'AMF – Numéro 6, Décembre 2013, <http://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Lettre-de-l-observatoire-de-l-epargne/Archives.html>

Le graphique ci-dessus met donc en exergue le rendement sur long terme (ici, sur une période de 25 ans) des différents actifs financiers. Les données utilisées par l'AMF pour l'établissement de ce graphique sont les suivantes :

- Le rendement des « Actions sans dividendes » et des « Actions avec dividendes » provient de l'évolution des cours du CAC 40,
- Les performances des « Obligations d'Etat 10 ans » tiennent compte des coupons perçus ainsi que des éventuelles primes d'émission et de remboursement,
- L'évolution du cours de l'or est issue de Standard & Poor's.

Au vu des résultats de cette étude, l'utilisation de produits actions pour la constitution d'une retraite par capitalisation ne semble donc pas dénuée de bon sens, en considérant que l'horizon pour ce type de placement est de plusieurs décennies.

L'analyse des comportements d'investissements des particuliers est donc toujours délicate à appréhender : les coutumes diffèrent énormément selon chaque pays. Alors que certains sont considérés comme des « fourmis » à l'image des Français dont l'épargne est majoritairement tournée vers des produits bancaires non risqués, d'autres pays sont beaucoup plus exposés aux marchés boursiers. Les récents krachs successifs ont mis en lumière les risques et la volatilité liés à ce type d'épargne ; cependant, il ne faut pas se laisser aller à des conclusions hâtives et il est nécessaire de prendre en compte l'horizon d'investissement des épargnants dans le cas d'une telle analyse. Alors que la Chine a récemment connu une période de consolidation violente, liée à des comportements d'investissements déraisonnables et décorrélés de la réalité économique d'un pays en plein ralentissement, toutes les études montrent que sur le long terme les investissements actions sont les plus rentables. Ainsi, il en ressort que « l'épargne boursière » peut se révéler profitable et intéressante pour les ménages, dans le cadre d'un investissement raisonné et basé sur le long terme. Une telle prise de conscience par les particuliers permettrait ainsi de réallouer plus efficacement l'épargne, ce qui serait vertueux pour l'économie et les sociétés mais également pour les particuliers eux-mêmes. Le développement d'une épargne de long terme répond ainsi parfaitement aux besoins des particuliers (afin de pallier au désengagement progressif des autorités publiques, notamment sur le financement des retraites), des sociétés (qui peuvent ainsi trouver de nouvelles sources de financement en période de durcissement bancaire) mais également du système financier tout entier (le long terme favorise la stabilité des marchés).

L'ensemble de ces conclusions a amené les récents gouvernements à développer de nouvelles mesures favorisant l'investissement de long terme sur les marchés financiers. Dans une période de faible croissance, l'épargne colossale détenue par les ménages français est une véritable mine d'or : une réallocation efficace dans l'économie productive pourrait permettre à des petites sociétés de se développer grâce à une nouvelle source de financement. Forts des conclusions issues du rapport Rameix-Giami sur le financement des PME-ETI, les gouvernements successifs ont favorisé le développement de nouveaux supports d'investissement : c'est dans cette optique que le PEA-PME a récemment été développé, alliant souplesse fiscale et incitation à l'investissement boursier.

1.2. Les difficultés rencontrées par les PME-ETI pour se financer sur les marchés boursiers : du constat à la mise en place de nouvelles mesures fiscales

Sur les 4.300 milliards d'euros détenus par les ménages français sous forme d'épargne, seuls 550 sont investis directement sur les marchés financiers donc dans les sociétés (cf. Tableau 1 : Répartition de l'épargne des ménages – Partie 1.1.). Ainsi, près de 4.000 milliards d'euros « sommeillent » sur des livrets, des dépôts à terme ou des OPC monétaires. Forts de ce constat et des conclusions issues du rapport Rameix-Giami, les récents gouvernements ont décidé de mettre en œuvre diverses mesures pour favoriser le développement de l'investissement boursier des particuliers. Promulgué par la Loi de Finance 2014, le Plan d'Epargne en Actions destiné au financement des PME (Petites et Moyennes Entreprises) et ETI (Entreprises de Taille Intermédiaire) a été le projet majeur issu de cette volonté de réallocation de l'épargne française. Dans un premier temps, nous présentons le fonctionnement de ce dispositif puis nous dressons un bilan après cette première année de mise en place. Ce produit est un nouveau support d'investissement qui propose un cadre fiscal avantageux pour les particuliers ; il permet donc aux gérants privés de pouvoir adapter leur stratégie d'investissement au plus près des attentes des clients.

1.2.1. Le Rapport Rameix-Giami : prise de conscience des difficultés de financement des PME-ETI par le marché

Mis en place par la Loi de Finance de 2014, le PEA-PME est le fruit d'une réflexion de plusieurs années sur les différents modes de financement des PME et des ETI. Comme nous l'avons déjà mentionné, ces entreprises représentent près de 50% de l'emploi salarié en France, leur développement est donc une question cruciale en période de faible croissance économique et de hausse du chômage.

En novembre 2011, un premier rapport publié par Gérard RAMEIX (actuel Président de l'Autorité des Marchés Financiers) et Thierry GIAMI (Président de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché) porte sur le « financement des PME-ETI par le marché ». Ce rapport adressé à François BAROIN, alors Ministre de l'Economie, dresse un bilan des difficultés rencontrées par les PME-ETI pour se financer via les marchés. En 2011, le rapport fait état que la capitalisation totale de l'ensemble des PME et ETI cotées en France est inférieure à la seule capitalisation boursière de la première société du CAC 40 : cela traduit donc le faible accès des PME-ETI aux marchés boursiers comme mode de financement¹⁹. Ce constat est dû, selon eux, aux sociétés elles-mêmes qui hésitent à s'introduire sur les marchés mais aussi aux investisseurs qui n'osent pas s'engager sur ce segment. Alors que le fonctionnement de l'entreprise de marché (NYSE Euronext) en France semble être efficace pour les sociétés de grande capitalisation, le bilan est plus mitigé pour les PME-ETI cotées ou qui souhaiteraient être cotées et ce, malgré une évolution certaine de la structure de ces sociétés de marchés. Dans sa partie initiale, le rapport Rameix-Giami dresse ainsi le bilan – en demi-teinte - de plusieurs années de réformes mises en place par le Ministère de l'Economie en concertation avec l'Autorité des Marchés Financiers, la Caisse des Dépôts ou encore NYSE Euronext : alors que près de

¹⁹ Rapport Rameix-Giami, « Le financement des PME-ETI par le marché », Novembre 2011, page 8 sur 124, http://www.economie.gouv.fr/files/20120221_financement_pme_eti.pdf

60% des 200 plus grandes entreprises françaises sont cotées, la proportion chute à 0.3% pour les PME-ETI de plus de 10 salariés²⁰.

Trois pistes de développement sont alors proposées par les deux auteurs afin de favoriser l'accès aux marchés financiers pour les PME-ETI. Selon eux, l'univers des sociétés de petites et moyennes capitalisations n'est pas suffisamment représenté dans les instances décisionnaires, notamment au sein du collège de l'AMF. Cet organe décisionnel analyse et adopte les nouvelles réglementations et étudie les dossiers individuels pouvant porter sur des Offres Publiques d'Achat ou encore sur des demandes d'agrément. Ce dernier est composé de seize membres élus pour cinq ans et le rapport Rameix-Giami préconise la présence d'au moins deux représentants du monde des PME-ETI. Cependant, à la vue de la composition du nouveau collège de l'AMF au 31 mars 2015 et présentée en Annexes 2 et 3, il semble n'y avoir aucun représentant du secteur des PME-ETI. Il est intéressant de noter que Monsieur RAMEIX, auteur du rapport ayant préconisé cette mesure, est aujourd'hui le Président de l'Autorité des Marchés Financiers. Leur deuxième piste de réflexion porte sur la fiscalité appliquée à l'investissement dans les petites et moyennes entreprises. En 2011, les incitations fiscales portaient majoritairement sur l'investissement dans les sociétés non cotées ou non admises sur un marché réglementé : il s'agit notamment du dispositif « Madelin » ou de « l'ISF-PME ». Messieurs RAMEIX et GIAMI proposent ainsi d'étendre ces mesures à l'ensemble des PME et ETI, cotées ou non : trois ans plus tard, la création du dispositif du PEA-PME semble s'inscrire dans la lignée de ce rapport. Enfin, leur dernier axe de réflexion repose sur le développement d'une gestion spécialisée sur le segment des PME-ETI par les institutionnels : cette gestion « thématique » se développe aujourd'hui de plus en plus aux travers d'Organismes de Placements Collectifs cherchant en permanence à diversifier leur champ d'action : cette évolution sera présentée dans la partie 2.1. via l'établissement d'une cartographie des fonds spécialisés dans les sociétés de petites et moyennes capitalisations.

1.2.2. Le dispositif du PEA-PME : principales caractéristiques et premier bilan après une année d'existence

Largement commentée par les médias, la mise en place du PEA-PME à travers la Loi de Finance 2014 a été une avancée majeure dans le développement de l'accès des PME et ETI aux marchés boursiers. L'instauration de ce nouveau support est intervenue le 5 mars 2014, suite au décret d'application n°2014-283 intitulé « Décret [...] relatif au plan d'épargne en actions et au plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire »²¹. Ce décret précise l'ensemble des éléments à appréhender lors de l'ouverture d'un PEA-PME en définissant tout d'abord les critères d'éligibilité des sociétés. Pour être éligible au PEA-PME, une structure doit respecter les critères suivants au moment où le particulier investit :

- La société doit occuper moins de 5.000 salariés **et**,
- Le chiffre d'affaires annuel doit être inférieur à 1.500 millions d'euros **ou** le total de son bilan doit être inférieur à 2.000 millions d'euros.

²⁰ Rapport Rameix-Giami, « Le financement des PME-ETI par le marché », Novembre 2011, page 15 sur 124, http://www.economie.gouv.fr/files/20120221_financement_pme_eti.pdf

²¹ LegiFrance, Décret n°2014-283 relatif au PEA et PEA-PME, Journal Officiel du 5 mars 2014, <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000028680701&categorieLien=id>

Notons que ces éléments doivent être évalués sur la base des comptes annuels publiés, et que ceux-ci doivent être appréciés en tenant compte de l'appartenance éventuelle de cette société à un groupe. La précision sur le respect de l'éligibilité au moment de l'investissement est un atout crucial clairement mentionné dans le décret « Les titres des entreprises qui franchiraient ces seuils pourront donc être maintenus dans le PEA-PME, que l'investissement soit fait en direct ou par l'intermédiaire de fonds ». Ce dispositif est donc applicable aux particuliers désireux d'investir en direct dans des PME-ETI ou indirectement via des fonds eux-mêmes éligibles à ce dispositif. Pour que ces derniers soient éligibles, ils doivent être investis en permanence à hauteur de 75% minimum dans des sociétés éligibles au PEA-PME, dont au moins 2/3 d'actions. Les investissements réalisés dans les PEA-PME sont plafonnés à 75.000€ et le dispositif est réservé aux résidents fiscaux français. Comme pour le PEA, le PEA-PME permet un avantage fiscal, à savoir l'exonération au bout de 5 ans de l'impôt sur le revenu sur les dividendes et plus-values réalisées.

A la lecture de ces caractéristiques, le PEA-PME présente donc des intérêts pour les particuliers désireux d'investir dans les petites et moyennes sociétés grâce à un avantage fiscal, pour les PME et ETI elles-mêmes qui pourront avoir un accès plus large aux marchés financiers et pour la place financière qui verra son activité augmenter en cas de succès de ce dispositif. Près d'un an et demi après son instauration, il peut être intéressant de dresser un premier bilan de ce dispositif fiscal, mis en place par le gouvernement dans une période de restriction budgétaire. Alors que les avantages fiscaux sont largement remis en question, la création du PEA-PME en 2014 souligne toute l'importance accordée par les pouvoirs publics au développement du financement de PME et ETI par les marchés boursiers. Comme nous avons pu le présenter, le « matelas en or » sur lequel dorment les français, à savoir une épargne de près de 4.000 milliards d'euros non investie dans l'économie productive peut constituer un frein au développement du tissu des PME, sources de plus de 50% de l'emploi salarié. En période de faible croissance économique et de fort taux de chômage, force est de constater que les pouvoirs publics ont pris conscience des efforts qui devaient être réalisés pour amener les particuliers sur les marchés financiers.

L'UNIVERS PEA-PME	PEA-PME	Dont				
		Euronext A	Euronext B	Euronext C	Alternext Offre publique	Alternext Placement privé
Nb de sociétés éligibles au PEA PME	447	10	72	195	145	25
Nb de sociétés déclarées éligibles	327	7	59	133	111	17
Capitalisation boursière totale (M€)	85 318	32 765	28 718	13 774	8 850	1 211
Flottant (en %)	48%	56%	46%	43%	36%	23%
Volume journalier moyen 1 mois (M€)	151,8	48,3	58,6	23,8	18,8	2,2
Volume journalier moyen 6 mois (M€)	181,1	51,4	83,5	23,2	20,6	2,4
Nb de penny stocks (cours<1€)	47	0	2	24	17	4
Nb de sociétés avec volume journalier moyen 1 mois < 5k€	133	0	5	65	49	14
Capitalisation boursière moyenne (M€)	193	3 277	399	72	62	48
Capitalisation boursière médiane (M€)	55	2 228	350	50	32	16
Nb de sociétés suivies par au moins un analyste financier	262 (59%)	10 (100%)	59 (82%)	101 (52%)	83 (57%)	9 (36%)
Nb moyen d'analystes pour les sociétés suivies	2,4	10,1	3,8	1,8	1,4	1,3

Données au 23 juillet 2015

Figure 5 : Synthèse de l'univers PEA-PME au 23 juillet 2015 – Source : ARKEON²²

²² ARKEON, Site [pea-pme.fr](http://www.pea-pme.fr), « Univers PEA-PME », mise à jour le 23 juillet 2015, <http://www.pea-pme.fr/societes-eligibles-pea-pme/univers-pea-pme>

Ce tableau établi par le groupe Arkeon²³ résume l'univers PEA-PME au 23 juillet 2015. Le premier constat fait ressortir que l'ensemble des sociétés éligibles au PEA-PME (c'est-à-dire répondant aux critères énoncés ci-dessus) ne sont pas déclarées : seules 327 le sont sur les 447 éligibles. Pour être déclarée, la société doit effectuer annuellement un Communiqué de Presse et sa déclaration officielle auprès d'Euronext est un processus payant. La liquidité est elle aussi un frein à l'investissement sur ce segment : 133 sociétés connaissent en effet des volumes journaliers moyens inférieurs à 5.000€ ; il s'agit ici d'un véritable frein aussi bien au niveau des particuliers que des institutionnels. En période de forte volatilité boursière, les investisseurs préfèrent généralement se tourner vers des valeurs très liquides, permettant ainsi de pouvoir solder des lignes d'investissements plus rapidement en cas de retournement brutal des marchés.

Un an plus tard, le bilan semble mitigé : toutes les sociétés éligibles ne sont pas encore déclarées, les volumes d'échanges restent parfois extrêmement faibles et les premiers chiffres concernant le nombre d'ouvertures de comptes sont en-deçà des attentes. En l'absence de statistiques officielles fournies par le gouvernement ou la Banque de France, les données ci-après proviennent d'estimations faites par différents médias financiers. Selon leurs estimations, environ 100.000 comptes auraient été ouverts en un an, pour un montant investi via ces comptes situé entre 350 et 440 millions d'euros²⁴ alors que les estimations du gouvernement tablaient sur une collecte située entre 1 et 2 milliards d'euros. Bien que l'ensemble des acteurs du monde financiers jugent ce dispositif intéressant et assez bien construit, quelques éléments peuvent expliquer ce timide démarrage. Lancé au printemps 2014, le développement du PEA-PME a très rapidement été confronté à une baisse des cours boursiers de la plupart des valeurs à l'automne 2014 : alors que beaucoup d'investisseurs jugent les investissements sur les sociétés de petites et moyennes capitalisations risquées, la mauvaise santé des indices Mid & Small Caps a semblé leur donner raison durant cette période. En outre, la création du PEA-PME a été couplée à un relèvement du plafond d'investissement dans le PEA « traditionnel », passé de 75.000€ à 150.000€ : beaucoup de particuliers ont donc préféré poursuivre leurs investissements sur ce support.

Cependant, le constat n'est pas complètement morose : en effet, ce dispositif semble avoir permis de relancer progressivement les introductions en Bourse des PME : après McPhy Energy – société de stockage d'énergie - qui a signé la première IPO éligible au PEA-PME, une dizaine de sociétés ont commencé à être cotées. Sur le premier semestre 2015, 15 sociétés éligibles au PEA-PME se sont introduites en Bourse, pour un montant de fonds levés de près de 400 millions d'euros. Le dynamisme de ce segment ainsi que les fortes croissances connues par les indices Mid & Small Caps au cours des derniers mois pourraient devenir un catalyseur au développement du PEA-PME. Cependant, comme nous avons pu le détailler dans la première partie, les Français n'investissent pas facilement leur épargne sur les marchés boursiers ; il faut donc croire que les habitudes des « fourmis » n'évoluent pas simplement à travers des dispositifs fiscaux avantageux.

Pour autant, malgré un démarrage mitigé, l'avenir du PEA-PME pourrait s'améliorer : un rapport a été remis à Michel Sapin par Paris Europlace et le cabinet McKinsey. Bien qu'aucune des mesures

²³ Le Groupe ARKEON est une société de Bourse et une Société de Gestion de Portefeuille ayant développé une base de données sur les sociétés et les fonds éligibles au PEA-PME. Le site pea-pme.fr est aujourd'hui très suivi des professionnels.

²⁴ Les Echos, « Le PEA PME, qui souffle sa première bougie, a fait beaucoup de déçus », Marina Alcaraz, 04.03.2015, <http://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0204194192763-le-pea-pme-qui-souffle-sa-premiere-bougie-a-fait-beaucoup-de-decus-1098635.php>

préconisées pour relancer le PEA-PME n'ait encore été dévoilée, il semblerait que de nouvelles dispositions soient prises d'ici à la fin de l'année 2015. Il serait notamment question de simplifier les critères d'éligibilité des sociétés en ne gardant par exemple que la capitalisation boursière comme critère et en supprimant l'impératif concernant le nombre de salariés. Il serait également envisagé de pouvoir inscrire sur ce support les instruments attachés aux actions éligibles, tels que les Bons de Souscriptions d'Actions ou les Droits Préférentiels de Souscription.

1.2.3. Le PEA-PME comme nouveau support d'investissement pour la Gestion Sous Mandat

A propos de Géraldine WERSY

Après une expérience de plusieurs années au sein de la division Banque Privée de KBL Richelieu, Géraldine WERSY est devenue Associé – Gérant Privé au moment de la création de la société Talence Gestion en 2010. Géraldine gère aujourd'hui près de 400 comptes (comptes titres ordinaires, PEA mais également PEA-PME) pour une clientèle privée haut de gamme.

« Ce que je recherche avant tout pour mes clients, c'est la liquidité. »

Après plus d'une année de mise en œuvre, quel bilan pouvez-vous faire du PEA-PME ?

Géraldine WERSY : *La profession en général n'a pas constaté un grand succès du PEA-PME. La principale raison réside dans le fait que beaucoup de clients possèdent des PEA qui ne sont pas au nouveau plafond de 150.000€. Le premier conseil que nous leur donnons est donc de compléter tout d'abord leur PEA déjà existant qui a l'avantage historique et qui permet une plus grande diversification : il est en effet européen et sur toutes les valeurs, aussi bien les grandes que les petites capitalisations. J'ai néanmoins ouvert des PEA-PME pour deux principales raisons : soit pour les clients qui étaient au plafond, ce qui représente environ la moitié de mon portefeuille clientèle, soit pour les clients qui avaient déjà effectués un retrait sur leur PEA et donc sur lequel ils ne pouvaient plus effectuer de nouveaux versements.*

Selon vous, quels sont les principaux freins à l'ouverture d'un PEA-PME et quelles sont vos exigences spécifiques dans l'utilisation de ce support ?

Géraldine WERSY : *Ce que je recherche avant tout pour mes clients c'est la liquidité, or les petites capitalisations présentent souvent un problème de liquidité. Même si l'horizon d'investissement est généralement long pour un PEA ou un PEA-PME (entre 5 et 8 ans), un gestionnaire privé doit toujours être conscient qu'il peut avoir à vendre des titres du jour au lendemain en cas de retournement des marchés. La crise de 2007-2008 a accentué cette exigence de liquidité, des sociétés ont en effet vu leur valorisation chuter extrêmement rapidement. Il s'agit donc pour moi du principal frein au développement du PEA-PME.*

Pensez-vous que la mise en place de ce dispositif a favorisé les introductions en Bourse de sociétés de petites et moyennes capitalisations ?

Géraldine WERSY : *Ce dispositif n'a selon moi pas véritablement favorisé les introductions en Bourse de sociétés de petites et moyennes capitalisations. Ces sociétés doivent prendre en compte l'ensemble des conditions de marchés avant d'envisager une introduction sur les marchés financiers. L'année dernière, la visibilité était meilleure, ce qui a favorisé les IPO, notamment dans le secteur des biotechs. En revanche, le premier semestre 2015 a été caractérisé par un manque de visibilité et une forte volatilité, principalement du fait du dossier Grec. Les IPO de 2014 ont donc été effectuées à des niveaux assez élevés et la plupart de ces sociétés ont réellement souffert de la dégradation des conditions de marchés de l'automne 2014 et du début de l'été 2015.*

Quelles mesures pourraient être prises pour favoriser le développement du PEA-PME et favoriser l'investissement des particuliers sur les marchés plus généralement ?

Géraldine WERSY : *L'un des éléments à favoriser serait la mise en place d'une réduction d'ISF (Impôt Sur la Fortune) : on ne peut en effet plus mettre de titres TEPA dans les PEA depuis plusieurs années ce qui est un véritable frein pour de nombreux clients. Il est également primordial de développer l'information financière pour les particuliers. Pendant de nombreuses années, les banques ou mêmes les institutions financières ont été « diabolisées » et nous avons connu trois grandes crises majeures depuis une quinzaine d'années ; les particuliers sont donc particulièrement échaudés. Il serait important de sensibiliser les ménages à l'intérêt des marchés financiers et des banques qui sont les moteurs de la croissance et de l'économie. De plus, trop peu de personnes connaissent l'existence de la gestion sous mandat qui permet un accompagnement et une aide pour des particuliers désireux d'investir sur les marchés. La baisse du taux du Livret A à 0.75% devrait également permettre de déplacer une partie de l'épargne en faveur de l'assurance-vie, tout d'abord sur les supports euros puis progressivement sur les supports en unités de comptes.*

Malgré le développement d'un nouveau support permettant des avantages fiscaux, le PEA-PME n'a pas rencontré le succès escompté. Pour Géraldine WERSY, Gérant Privé chez Talence Gestion, le relèvement du plafond du PEA de 75.000€ à 150.000€ n'a pas favorisé le développement du PEA-PME. Néanmoins, d'autres pistes pourraient être développées afin de rendre ce produit plus attractif. Le dispositif TEPA²⁵ mis en place en 2007 permet une réduction d'ISF dans le cas des investissements suivants :

- **Dans le cas d'investissements directs au capital de PME** : la réduction d'ISF (dans la limite de 45.000€) correspond à 50% du versement effectué,
- **Dans le cas d'investissements indirects via des Fonds d'Investissements de Proximité (FIP) ou des Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI)** : la réduction d'ISF (dans la limite de 18.000€) correspond à 50% du versement effectué.

Les deux dispositifs développés ont comme but commun de favoriser le financement des PME par les marchés financiers : il serait donc judicieux de les rendre compatibles en rendant éligibles les titres

²⁵ Site des Impôts, Détail du dispositif TEPA-ISF, <http://www.impots.gouv.fr/portal/dgi/public/popup?sfid=530&communaute=1&espld=1&impot=ISF&typePage=cpr02>

TEPA au dispositif du PEA-PME. En outre, cela permettrait de créer un avantage supplémentaire sur le PEA « traditionnel », rendant ainsi le PEA-PME plus attractif aux yeux des investisseurs particuliers.

Géraldine WERSY met également en avant le manque de connaissance des marchés financiers par les particuliers. Selon elle, le rôle de la finance a été diabolisé depuis plusieurs années en ne mettant en avant que les dérives existantes, liées à la spéculation notamment et laissant de côté le but premier des marchés financiers, à savoir le financement de l'économie productive. De plus, suite aux nombreuses crises successives, les ménages sont réticents à l'idée d'investir sur des marchés extrêmement volatils, c'est pourquoi la Gestion Sous Mandat présente un avantage majeur pour eux. Ce mode de gestion permet aux particuliers de confier un capital à un gérant, en définissant avec lui un horizon d'investissement et un profil de risque : le gérant réalise alors les investissements adéquats afin de répondre au mieux aux exigences et aux attentes des clients. Ainsi, il n'est pas nécessaire d'avoir des connaissances spécifiques pour investir sur les marchés, la gestion quotidienne étant confiée à un professionnel. Dans une étude du Centre de Recherche pour l'Etude et l'Observation des Conditions de Vie (CREDOC) publiée en 2011, il ressort que 80% des français estiment mal connaître le domaine des placements financiers²⁶. L'annexe 4 illustrant l'évolution de cette connaissance entre 2004 et 2011 fait même ressortir une dégradation dans ce domaine. Cependant, avec plus de 600 sociétés de gestion de portefeuille en France, la Gestion Sous Mandat semble connaître ces dernières années un essor particulier. Les baisses de taux successives des livrets bancaires, la création de nouveaux dispositifs fiscaux en faveur de l'investissement dans les PME et ETI commencent peut être à avoir un impact sur l'épargne des ménages français.

L'épargne française se caractérise ainsi par une préférence massive pour les produits non risqués et donc non investis sur les marchés financiers. A l'inverse de certaines économies, telles que la Chine ou les Etats-Unis, les ménages français se refusent à investir dans le capital des sociétés cotées, et ce malgré un taux d'épargne extrêmement fort, situé entre 15% et 16%. Malgré différentes mesures successives comme la loi TEPA ISF ou le dispositif du PEA-PME, il ressort que la structure de l'épargne n'a que très peu évoluée au cours des dernières décennies. Le PEA-PME n'offre en conclusion aucun avantage concurrentiel sur le PEA traditionnel pour le moment. Les investisseurs qui possédaient déjà un PEA préfèrent ainsi garder l'avantage historique de ce dernier et profiteront du nouveau dispositif uniquement si le premier support est au plafond de 150.000€. Malgré de nombreux échecs relatifs aux IPO de sociétés de petites et moyennes capitalisations, les marchés boursiers ont connu de belles « success story » ces dernières années, notamment dans des secteurs novateurs à l'image des biotechnologies. Alors que la gestion privée tente de séduire de plus en plus de particuliers grâce à des supports d'investissements diversifiés et à travers un accompagnement professionnel pour la gestion de capitaux, la gestion collective se tourne aujourd'hui de plus en plus vers les « Small & Mid Caps », c'est-à-dire vers les sociétés de petites et moyennes capitalisations boursières. Les acteurs majeurs des marchés financiers comme Euronext ont récemment développé de nouveaux indices spécifiques à ce segment, illustrant ainsi l'intérêt des gérants d'Organisme de Placements Collectifs pour ces entreprises. La seconde partie nous amène donc à établir un panorama des fonds d'investissements gérés actuellement en France, tout en présentant les évolutions connues ces

²⁶ Centre de Recherche pour l'Etude et l'Observation des Conditions de Vie (CREDOC), « La culture financière des français », octobre 2011, p.38, http://www.credoc.fr/pdf/Sou/La_culture_financiere_des_Francais_2011.pdf

dernières années. Au-delà des produits financiers développés, il est nécessaire de s'intéresser aux entreprises elles-mêmes qui font le pari de s'introduire en Bourse : quelles sont les contraintes pour elles, aussi bien au niveau réglementaire que marketing ? Comment peuvent-elles survivre face aux secousses macroéconomiques qui rendent les marchés fortement volatils ? Ces questions sont de véritables défis pour les PME souhaitant diversifier leurs modes de financements.

Partie 2 : Evolution de l'intérêt pour les
Mid & Small Caps : *risques et
opportunités pour les gérants collectifs
et les sociétés elles-mêmes*

La Gestion Collective est représentée par l'ensemble des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM), qu'ils soient sous la forme de Fonds Communs de Placement (FCP) ou de Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV). L'une des grandes tendances de ces dernières années réside dans le développement d'une gestion « thématique » ; avec près de 11.500 fonds de droits français existant, la concurrence dans ce secteur est extrêmement rude. Outre les performances de ces produits financiers qui sont analysées par de très nombreux organismes, le champ d'investissement est un élément primordial. Fonds spécialisés dans les valeurs européennes, dans les valeurs de biotechnologies ou encore dans les sociétés des pays émergents, le panel de thématiques d'investissements semble être sans limite. Bien que la plupart des gérants de ces fonds effectuent une analyse approfondie de chacune des sociétés dans lesquels ils investissent, il existe tout de même des « tendances » suivies de tous.

Ces dernières années, de nombreux fonds investis principalement dans des sociétés de petites et moyennes capitalisations ont été créés ; avec la mise en place du PEA-PME, ces produits « Small & Mid Caps » sont aujourd'hui plébiscités par de nombreux investisseurs. Les entreprises de marchés, comme NYSE Euronext ont pris conscience de l'importance de ce segment et de la croissance future qui était possible : des indices spécifiques ont donc été développés ces dernières années afin de pouvoir proposer de nouveaux benchmarks, en lien avec les fonds thématiques. Le premier point est consacré à l'établissement d'un panorama des fonds thématiques et plus particulièrement des fonds dédiés aux petites et moyennes capitalisations. Jean-François ARNAUD, gérant du fonds Talence Euromidcap et spécialiste des petites et moyennes valeurs européennes expose les attraits de ce segment d'investissement et apporte sa vision professionnelle sur les risques et les opportunités existantes.

Pour les sociétés qui se font coter, les opportunités sont nombreuses : captation de nouveaux capitaux, accroissement de la visibilité médiatique mais également potentiel de développement international. En revanche, la cotation d'une entreprise revêt des contraintes et des risques spécifiques dus aux exigences réglementaires et à l'instabilité macroéconomique. Pour les sociétés agissant sur des segments liés à l'innovation par exemple, le recours à l'appel public à l'épargne fait prendre le risque de dévoiler au grand jour la stratégie mise en œuvre ce qui peut nuire à une croissance pérenne. Ces éléments clés pour les entreprises sont développés et illustrés dans un deuxième temps.

2.1. L'évolution de la Gestion Collective caractérisée par le développement des fonds thématiques

La Gestion Collective a en charge le développement de produits financiers appelés des Fonds Communs de Placements (FCP) : il s'agit juridiquement d'une copropriété de valeurs mobilières. Ces FCP regroupent les actifs de plusieurs investisseurs (de quelques dizaines à plusieurs centaines de milliers) qui sont ensuite investis dans des valeurs mobilières : actions, obligations, parts d'OPCVM, etc. Les investissements sont réalisés selon une politique propre à chaque fonds et présentée à tout souscripteur potentiel via un prospectus. Ce document, devant faire l'objet d'un visa de l'AMF, détaille les caractéristiques du FCP, les stratégies utilisées par les gérants ainsi que les frais et les risques encourus par les porteurs. Les investisseurs qui souscrivent aux parts de FCP ne sont pas directement actionnaires des sociétés dans lesquelles le fonds investit ; c'est le FCP lui-même qui est actionnaire. La valeur de chaque part, appelée Valeur Liquidative, est calculée de façon régulière, généralement de façon quotidienne ou hebdomadaire.

Pour résumer, le gérant dispose d'une somme à investir qui varie en fonction des souscriptions et des rachats quotidiens effectués par les porteurs de parts ; les investissements réalisés ont une valorisation qui évolue elle aussi à chaque instant : évolution du cours de Bourse des actions, modifications du prix des obligations, etc. Le gestionnaire a pour mission de faire coïncider en permanence le passif dont il dispose (les capitaux des souscripteurs) avec les actifs dans lesquels il investit.

Les fonds établissent lors de leur création une stratégie couplée à un champ d'investissement. Certains FCP sont spécialisés dans les produits de taux, leur exposition aux obligations devra donc constamment respecter une proportion minimum détaillée dans leur prospectus. A contrario, pour les fonds actions, l'exposition aux produits de taux devra se limiter à un pourcentage suffisamment faible et lui aussi défini dans le prospectus. La gestion de tels produits présente des enjeux particuliers : le gérant peut connaître de nombreux rachats pendant une période donnée, ce qui l'obligera alors à alléger certaines lignes afin de ne pas se retrouver à découvert. En effet, si les rachats sont plus nombreux que les souscriptions de parts, la « masse » que le gérant pourra investir sera plus faible.

Le schéma de distribution des parts de FCP est spécifique et il est nécessaire de bien le comprendre. Avec plus de 10.000 fonds commercialisés en France, la concurrence est extrêmement rude, les sociétés de gestion doivent ainsi nouer de nombreux partenariats avec divers intermédiaires.

Les sociétés de gestion intégrées aux grands groupes bancaires (Amundi Asset Management pour le Crédit Agricole ou encore Lyxor Asset Management pour la Société Générale) disposent immédiatement d'un réseau regroupant plusieurs centaines voire plusieurs milliers de distributeurs qui représentent à eux seuls des millions de clients. En revanche, pour les sociétés de gestion indépendantes, il est nécessaire de nouer des relations avec divers distributeurs souvent plus confidentiels tels que les family office ou les banques privées.

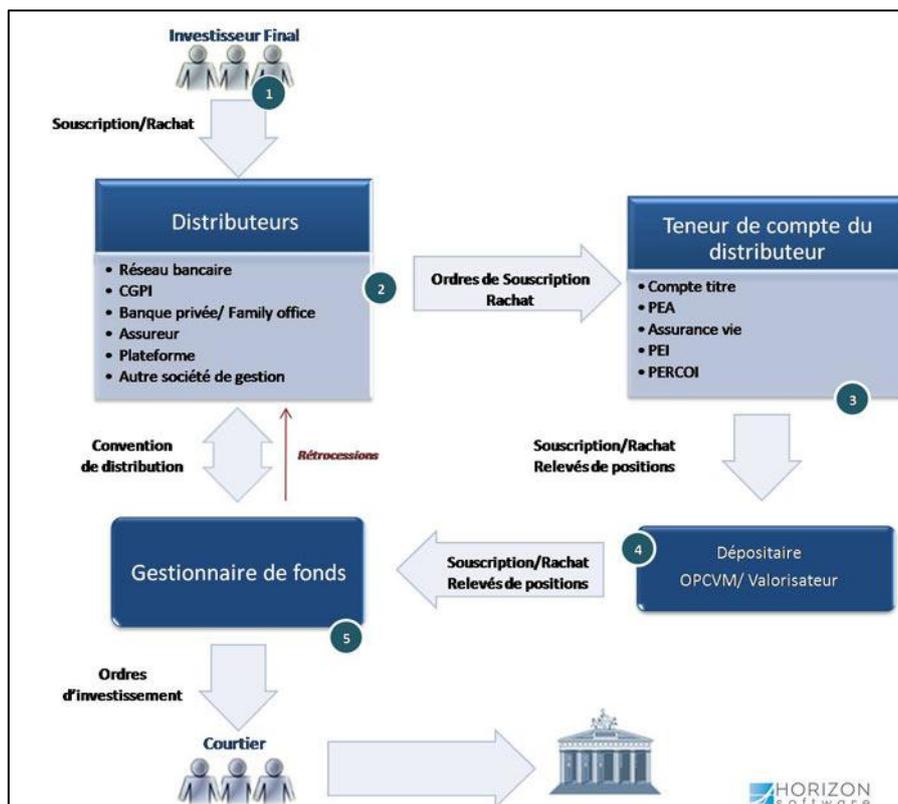


Figure 6 : Schéma de distribution des parts de FCP – Source Fimarkets²⁷

A l'origine de ce processus se trouve un investisseur final (particulier ou institutionnel) qui souhaite investir dans des parts de Fonds Commun de Placement. Pour réaliser cette opération, le client se tourne vers son intermédiaire financier habituel (réseau bancaire de détail, family office ou encore banque privée) avec qui il va définir des objectifs en fonction de son horizon d'investissement mais également de son aversion ou de son goût pour le risque. Fort de ces informations, le distributeur adopte une stratégie et propose à son client différents produits ; produits pour lesquels il a noué une convention de distribution. En effet, les sociétés de gestion développent des « partenariats » avec les distributeurs pour que ceux-ci proposent et mettent en avant leurs FCP : en retour, le distributeur se voit rétrocéder une partie des frais prélevés par le gestionnaire du fonds. Dès lors que l'investisseur final décide de souscrire à un FCP, le distributeur passe l'ordre auprès de son teneur de compte et c'est ce dernier uniquement qui a comme rôle d'informer le dépositaire du fonds de l'opération. Comme nous l'avons mentionné dans l'avant propos, les sociétés de gestion doivent désigner un dépositaire – centralisateur pour chacun de leurs fonds : son rôle est de centraliser l'ensemble des demandes de souscriptions / rachats qui émanent des teneurs de comptes de l'ensemble des distributeurs.

Le dépositaire est donc le seul organe ayant la capacité d'informer le gestionnaire du montant global quotidien de souscriptions et rachats. Cette information est évidemment cruciale pour la gestion car c'est elle qui permet de définir la masse monétaire que le gérant peut investir. Grâce à ce relevé des

²⁷ Fimarkets.com, Commercialisation des OPCVM, mise à jour le 11.12.2008, http://www.fimarkets.com/pages/commercialisation_fonds.php

souscriptions / rachats, le gérant du fonds peut adapter sa stratégie et effectuer des ordres d'achat ou de vente de valeurs mobilières auprès des courtiers.

Si ce schéma paraît complexe au premier abord, rappelons que l'investissement dans de tels produits peut être intéressant pour les particuliers désireux d'investir sur les marchés financiers. Les capitaux investis sont gérés par un professionnel de la finance, qui alloue un montant agrégé de capitaux provenant de plusieurs investisseurs. Ce montant, découpé en parts, permet une stratégie basée sur une forte diversification impossible à réaliser dans le cadre d'investissements en direct. L'investisseur final réduit ses risques grâce à un degré de diversification élevé et à une gestion professionnelle. Alors que 80% des français estiment mal connaître la finance, le succès rencontré par les Fonds Commun de Placement semble légitime.

2.1.1. Les fonds investis dans les petites et moyennes valeurs : les raisons du succès

A l'heure actuelle, moins de 100 fonds éligibles au PEA-PME ont été recensés, c'est-à-dire des fonds qui investissent au minimum à 75% dans des sociétés elles-mêmes éligibles au dispositif PEA-PME. Si ce chiffre paraît dérisoire par rapport aux milliers de fonds développés en France, il serait beaucoup trop restrictif de réduire la liste des FCP « Small & Mid Caps » aux seuls fonds éligibles au PEA-PME. Nous pouvons ainsi prendre en exemple le fonds Talence Euromidcap, géré par Jean-François ARNAUD : ce produit est investi dans des sociétés européennes de petites et moyennes capitalisations. Ainsi, la thématique développée est bien celle des PME et ETI mais l'horizon européen de ce produit le rend d'office inéligible au dispositif PEA-PME. Il n'est donc pas aisé d'établir des statistiques précises quant au nombre de fonds investis principalement dans les petites et moyennes valeurs. Généralement, est considéré comme un fonds « Small & Mid Caps » un fonds qui investit principalement dans des sociétés dont la capitalisation boursière se situe entre 100 millions et 3 milliards d'euros. Un constat est sûr : les petites et moyennes valeurs attirent de plus en plus de gérants et ce pour plusieurs raisons. Les grandes capitalisations, les fameuses « blue chips », attirent évidemment toujours autant grâce à une très forte liquidité, à une présence internationale et à des rendements souvent intéressants et réguliers. Cependant, les véritables croissances se trouvent du côté des sociétés de petites et moyennes capitalisations qui représentent un univers d'investissement extrêmement large.

A propos de Jean-François ARNAUD

Fort d'une expérience de 20 ans dans la gestion collective, Jean-François ARNAUD est actuellement gérant du fonds Talence Euromidcap. Jean-François a commencé sa carrière en tant qu'analyste financier puis est devenu gérant OPCVM au sein de plusieurs sociétés de gestion telles que Sanpaolo AM ou Camgestion AM. Ce spécialiste de l'investissement dans les sociétés de petites et moyennes capitalisations est aujourd'hui encore convaincu que ce segment présente des avantages indéniables sur les sociétés de grandes capitalisations.

« Les petites sociétés sont les grandes valeurs de demain. »

Pourquoi avez-vous choisi de vous spécialiser très tôt dans les sociétés de petites et moyennes capitalisations ?

Jean-François ARNAUD : Je considère tout d'abord que les small et mid caps sont moins suivies par les brokers, contrairement aux larges caps, notamment pour des raisons de coût et de rentabilité. Cette couverture imparfaite permet ainsi de pouvoir découvrir de nouvelles valeurs et de nouvelles opportunités plus facilement. Le deuxième intérêt majeur pour moi réside dans la rencontre avec le management des sociétés. A la différence des sociétés de grandes capitalisations où la rencontre se fait via un département Investor Relation, l'étude des sociétés de petites capitalisations passe directement par la rencontre avec les dirigeants qui sont toujours les plus à même de connaître et de présenter leur société. Troisièmement, l'univers d'investissement proposé par ce segment est extrêmement large : pour exemple, mon univers d'investissement recouvre plus de 2.000 sociétés qui peuvent être en recovery, en croissance, des valeurs très domestiques ou au contraire très internationales et très exportatrices. Ce qu'il ne faut surtout pas oublier, c'est que les petites sociétés sont les grandes valeurs de demain.

Les critères d'investissement sont-ils différents de ceux utilisés pour l'investissement dans les sociétés de grandes capitalisations ?

Jean-François ARNAUD : Les critères sont identiques : je suis un stock-picker tout en prenant en compte les éléments macroéconomiques. Tout investissement repose avant tout sur une analyse financière fondamentale de la société ; ainsi l'investissement dans une société de petite / moyenne capitalisation repose sur les mêmes critères que l'investissement dans une société de grande capitalisation.

En se plaçant du côté des sociétés ; quels sont les intérêts principaux d'une introduction en Bourse ? Les avantages sont-ils suffisants face aux contraintes imposées ?

Jean-François ARNAUD : Une société se fait coter pour plusieurs raisons : la première raison est de trouver une nouvelle source de financement qui diffère de l'emprunt bancaire. Cependant, d'autres intérêts sont à prendre en compte pour une société qui souhaite se développer à l'international par exemple : le fait d'être listé amène à devenir une « public company » ce qui permet de rassurer les futurs clients potentiels. De plus, les PME sont souvent des sociétés familiales qui n'ont pas l'habitude de rendre des comptes à des intervenants extérieurs : or le fait d'être coté impose plus de rigueur et plus de transparence. En revanche, le fait d'être coté est extrêmement chronophage pour les PME qui n'ont généralement pas de service Investor Relation : c'est donc au PDG ou au Directeur Financier d'assurer la présentation de la société aux investisseurs potentiels. Un autre inconvénient à prendre en compte est le fait que l'activité de la société devient publique ce qui donne de la matière aux concurrents. Les activités développées par les PME sont généralement des activités de niche où l'innovation est très importante ; le fait de dévoiler sa stratégie et son activité peut donc ainsi devenir un véritable risque.

Quel est votre sentiment sur l'évolution de ce segment dans les années futures ?

Jean-François ARNAUD : Je reste convaincu que l'univers est large et régulièrement alimenté, ce qui n'est pas le cas des grandes valeurs. Il y aura toujours de nouvelles histoires et de nouveaux procédés, comme par exemple dans les biotechs. Un point essentiel à ne pas oublier - qui explique en partie

pourquoi les petites et moyennes valeurs surperforment les grandes valeurs - est que ces sociétés connaissent souvent de vraies dynamiques de croissance. A l'inverse, les grandes valeurs – notamment celles du CAC40 : Total, Kering ou encore les grands groupes bancaires - regroupent plusieurs activités : certaines de ces activités fonctionnent mais d'autres viennent ralentir cette dynamique. Je ne vois donc rien qui pourrait stopper cette progression ; en se rappelant que les bonnes performances appellent les nouvelles histoires.

Pour Jean-François ARNAUD, les petites et moyennes valeurs représentent un segment d'investissement porteur de croissance. Pour lui, les grandes capitalisations, notamment les valeurs du CAC40, ont atteint un certain degré de maturité et doivent composer avec une multitude d'activités développées au sein d'un même groupe. Certaines d'entre elles sont désormais considérées majoritairement comme des valeurs de rendements et non plus comme des valeurs de croissance. Dans le cadre d'une stratégie d'investissement de long-terme, il est important de composer avec ces deux types de valeurs :

- Les **valeurs de rendement** sont caractéristiques des entreprises avec des perspectives de croissance assez stables sur le long-terme du fait d'une bonne visibilité. Elles sont issues de sociétés qui redistribuent une grande partie de leurs bénéfices aux actionnaires sous forme de dividendes.
- Les **valeurs de croissance** sont, à l'inverse, caractéristiques des sociétés récemment créées, sur des secteurs porteurs de forte croissance. Bien que la rentabilité soit faible en ne prenant en compte que le ratio cours / bénéfice, la possibilité de hausse des cours est très importante.

L'Annexe 5 permet de mettre en lumière ce phénomène de « valeurs rendements ». Il illustre l'ensemble des rendements des sociétés du CAC40 en 2014. L'évaluation se base sur le rapport entre les dividendes versés au titre de l'année 2014 (hors dividendes exceptionnels) et le cours de clôture à la date de fin d'exercice comptable de chacune des sociétés. Avec un rendement moyen de 3.02% et seulement trois sociétés sur quarante qui ne distribuent pas de dividendes (Alcatel Lucent, Alstom et Peugeot), les valeurs du CAC40 peuvent être majoritairement considérées comme des valeurs de rendement. Nous pouvons remarquer que quatre sociétés offrent même un rendement supérieur à 5.00% par an ; il s'agit d'ENGIE (ex GDF SUEZ), Bouygues, EDF et Total.

A l'opposé, les valeurs de croissance ne versent que très peu voire pas de dividendes ; les éventuels bénéfices sont souvent intégralement réinvestis afin de favoriser le développement de la société. Alors que les plus-values réalisées peuvent être très bonnes, le manque de visibilité sur le long-terme présente néanmoins un risque majeur à prendre en compte. Malgré cela, Jean-François ARNAUD continue de privilégier ce secteur, porteur de belles opportunités car moins suivi des analystes financiers et des brokers (ou courtiers).

Comme nous avons pu l'observer avec la Figure 5, les petites et moyennes valeurs font l'objet de moins d'analyses que les grandes capitalisations. Alors que les blue chips sont généralement suivies par une dizaine d'analystes, les petites valeurs ne sont suivies qu'à hauteur de 50% environ. Les

brokers, qui jouent le rôle d'intermédiaire entre les acheteurs et les vendeurs se basent sur les recherches des analystes financiers et cherchent à effectuer un maximum de transactions quotidiennes. Il paraît donc normal que les analystes se focalisent en priorité sur les valeurs susceptibles d'intéresser le maximum d'investisseurs, à savoir les grandes capitalisations. Le secteur des PME et ETI est extrêmement vaste et les volumes d'échanges sont souvent limités ; ces deux facteurs expliquent ainsi le manque d'intérêt des brokers pour les petites et moyennes capitalisations. En revanche, cela peut créer de belles opportunités pour les gérants collectifs qui ont ainsi la possibilité de découvrir des valeurs à fort potentiel avant d'autres investisseurs. Sur ce segment, la rencontre avec le management direct est primordiale ; il s'agit souvent du seul moyen d'obtenir des informations sur une société.

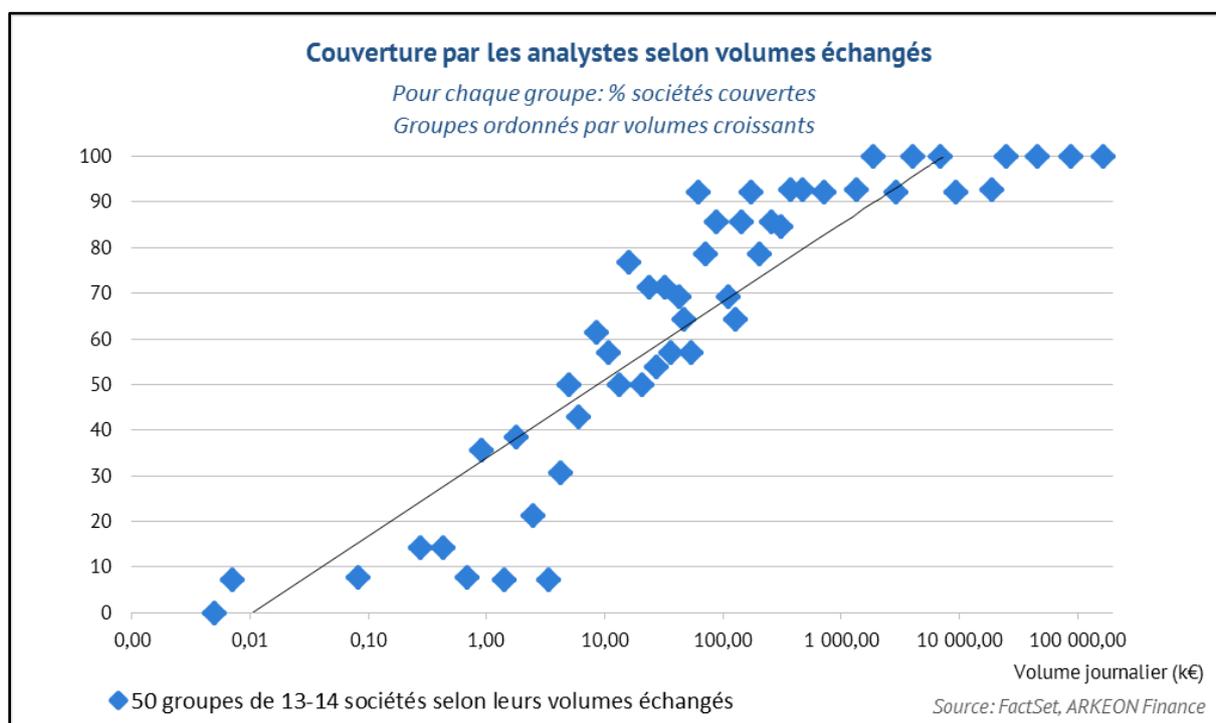


Figure 7 : Illustration de la corrélation entre la couverture par les analystes et les volumes quotidiens échangés – Source ARKEON Finance²⁸

La corrélation entre les volumes d'échanges quotidiens et la couverture des sociétés est donc flagrante et mise en lumière par la Figure 7. Alors que près de 100% des sociétés dont les volumes quotidiens sont supérieurs à 1 million d'euros sont couvertes, les sociétés dont les volumes quotidiens sont inférieurs à 10.000€ ne sont généralement couvertes qu'à hauteur de 20%.

Grâce à un faible suivi de la part des analystes financiers, une rencontre facilitée avec le management direct de la société et un potentiel de diversification inégalé, les petites et moyennes valeurs ont énormément d'atouts pour séduire les gérants. Bien que les effets soient encore limités, la mise en

²⁸ Arkeon Finance, Suivi des PME en Analyse financière, mise à jour le 07.07.15, <http://www.pea-pme.fr/decryptages-et-analyses/eclairages-analyses/suivi-des-pme-en-analyse-financiere>

place du dispositif du PEA-PME ne peut que constituer un catalyseur supplémentaire pour le développement de l'investissement dans les PME et ETI.

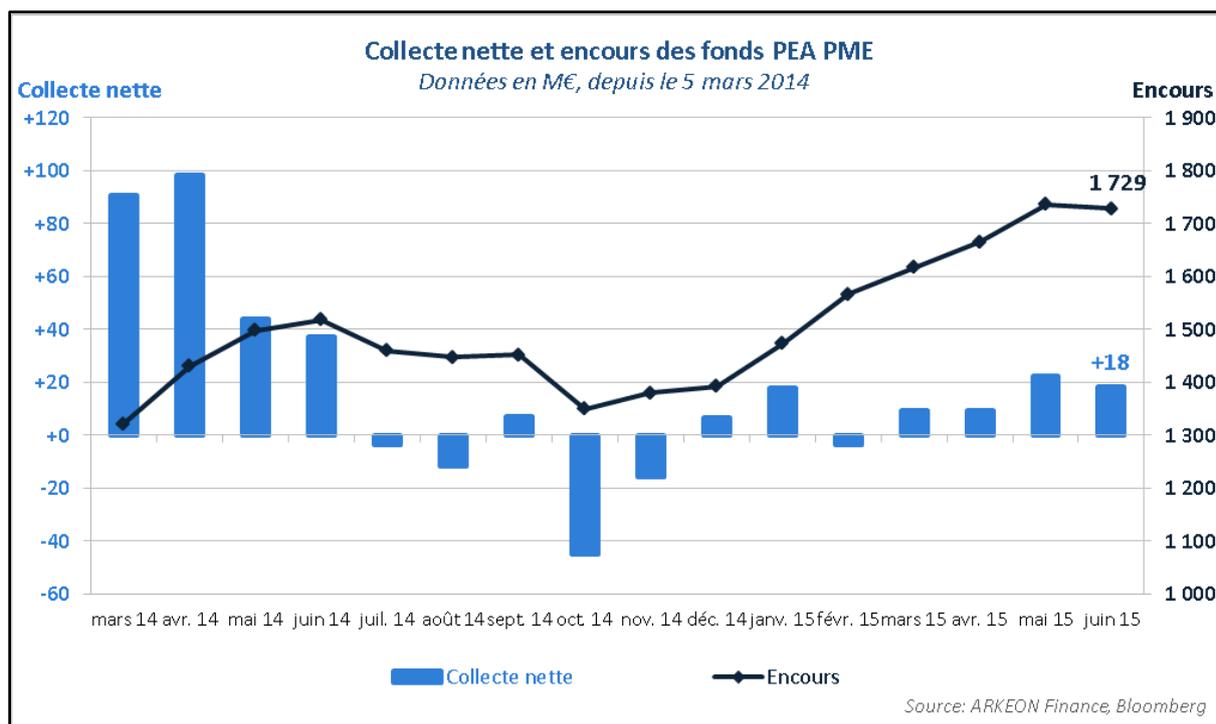


Figure 8 : Evolution de la collecte nette et des encours des fonds éligibles au dispositif PEA-PME de mars 2014 à juin 2015 – Source : ARKEON Finance²⁹

L'évolution des encours gérés par les fonds actuellement éligibles au PEA PME semble prendre une dynamique positive depuis le début de l'année 2015. La collecte nette présentée dans la Figure 8 est ajustée des effets de marché, c'est-à-dire qu'elle est corrigée de la performance de chacun des fonds. Cependant, la dégringolade des cours au mois d'octobre 2014 a fortement pénalisé l'évolution des encours du fait d'une volatilité extrême sur les marchés, notamment sur les petites et moyennes valeurs. Alors que différents dossiers macroéconomiques (dossier Grec et instabilité des bourses chinoises) rendent les marchés fébriles depuis quelques semaines, l'évolution de la collecte pour la fin de l'été 2015 sera très intéressante à suivre et permettra d'évaluer l'impact de la volatilité sur les encours de ces fonds.

A l'image de Jean-François ARNAUD, de plus en plus de gérants collectifs se tournent aujourd'hui vers les petites et moyennes valeurs. Véritable challenge à appréhender, ce segment constitue un vivier extrêmement riche et peu suivi par les intervenants « traditionnels », c'est-à-dire les brokers. Alors que les échanges avec les grandes capitalisations sont très formalisés et très cadrés, la recherche d'informations sur les PME et ETI passe généralement par des rencontres directement avec le management de la société. Cette mission requiert une véritable pluridisciplinarité tant le champ d'action est vaste : des biotechnologies aux systèmes d'informations, ces sociétés évoluent

²⁹ Arkeon Finance, Encours et collecte des fonds éligibles au PEA-PME – Juin 2015, mise à jour le 01.07.15, <http://www.pea-pme.fr/decryptages-et-analyses/observatoire-pea-pme/encours-et-collecte-des-fonds-eligibles-au-pea-pme-juin-2015>

principalement sur des secteurs de pointe délaissés par les grands groupes. Certaines valeurs présentent encore de belles possibilités de croissance grâce à une sous-évaluation boursière manifeste. Néanmoins, la plupart de ces valeurs offrent assez peu de liquidité ; la diversification se doit donc d'être encore plus importante en cas de retournement des marchés sur un secteur donné. Le gérant ne pourra pas liquider ses lignes brutalement, sous peine de voir les cours fortement impactés.

Afin de favoriser l'évaluation de ces valeurs et de faciliter leur suivi, de nouveaux indices ont été créés par les entreprises de marché. Ces dernières ont pris conscience de l'importance de ce segment et ont ainsi développé de nouveaux benchmarks pour les fonds spécialisés.

2.1.2. Les nouveaux outils mis à disposition par les entreprises de marché

Depuis quelques années, les marchés assistent à une prolifération d'indices boursiers. Cette évolution est représentative de la hausse du nombre de fonds à thèmes qui nécessite la création de nouveaux benchmarks.

L'une des premières distinctions entre les indices est basée sur la capitalisation boursière de sociétés. Il existe actuellement plusieurs indices dont le plus connu est le CAC 40 qui représente les 40 plus grandes capitalisations boursières de la place parisienne. On retrouve également le CAC Next 20 qui intègre les 20 sociétés suivant celles du CAC 40 ou encore le SBF 120 qui regroupe le CAC Large 60 et le CAC Mid 60. L'Annexe 6 permet de représenter la hiérarchie de ces différents indices liés à la capitalisation.

En 2014, suite à la mise en place du PEA-PME, Euronext a lancé le CAC PME. Cet indice est actuellement composé de 40 valeurs qui respectent les critères d'éligibilité du PEA PME. La sélection des valeurs est basée sur un paramètre noté F et calculé par Euronext de la manière suivante³⁰ :

$$F = \text{Min} [\text{Volume d'échange quotidien médian sur les 3 derniers mois} ; \\ 1\% * \text{Capitalisation boursière ajustée au flottant}]$$

La sélection d'une valeur est effectuée si l'un des deux critères est supérieur à 250.000€ ; la composition de l'indice est prévue pour comporter entre 20 et 40 valeurs. Le paramètre « Capitalisation boursière ajustée au flottant » signifie que seules les actions disponibles au public sont prises en compte, et non pas l'ensemble des actions émises par la société. Dans l'hypothèse où moins de 20 valeurs respecteraient l'ensemble de ces critères (éligibilité au PEA PME et paramètre F supérieur à 250 k€), Euronext se réserve le droit de supprimer la contrainte liée au paramètre F présenté ci-dessus. Comme pour les autres indices, la composition du CAC PME est révisée trimestriellement afin de pouvoir respecter la situation des marchés.

³⁰ Euronext.com, Index Rule Book – CAC PME Index, mise à jour le 01.06.2015, p.3, <https://www.euronext.com/fr/products/indices/FR0011710375-XP/AR/market-information>

Au 30 juin 2015, la composition du CAC PME fait ressortir une forte présence des sociétés liées à la santé et aux biotechnologies ; elles représentent à elles seules près de 30% de l'indice. Les sociétés spécialisées dans les services et dans les médias sont elles aussi bien représentées comme le présente la Figure 9.

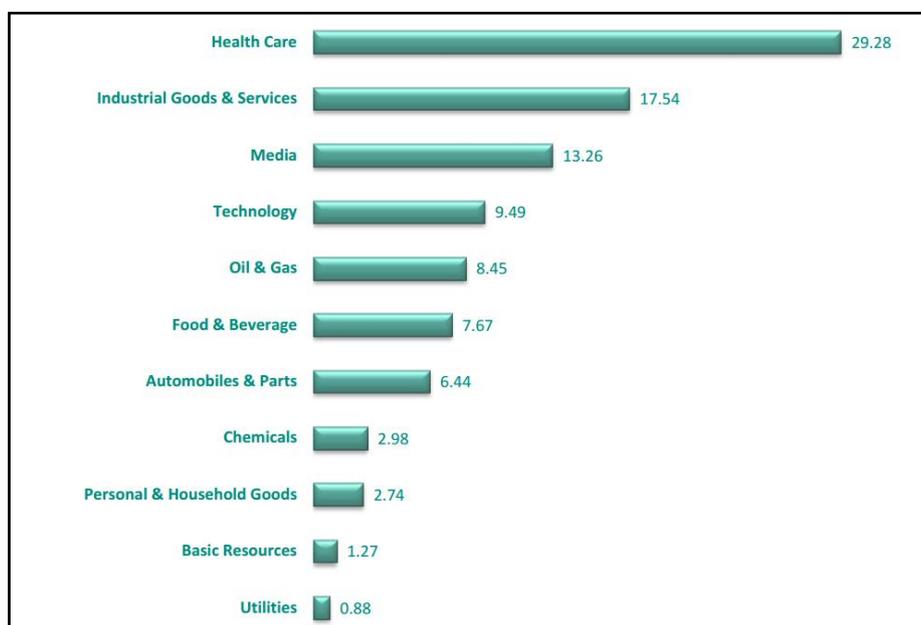


Figure 9 : Allocation sectorielle du CAC PME au 30 juin 2015 – Source : Euronext³¹

Depuis le début de l'année 2015, certaines des valeurs composant cet indice ont connu des progressions vertigineuses sans commune mesure avec les actions composant les autres indices. Nous pourrions notamment remarquer les performances des titres suivants :

Collectis : cette société spécialisée dans le développement de nouveaux traitements contre le cancer a connu une envolée de son cours grâce à des rumeurs de rachat par le géant américain Pfizer. Son cours a bondi de +166% entre le 1^{er} janvier 2015 et le 31 juillet 2015.

Parrot : en dépit de résultats semestriels décevants ayant entraîné une chute du cours sur la dernière semaine de juillet, la société spécialisée dans le développement de drone a vu son cours progresser de près de 95% sur les 7 premiers mois de l'année 2015.

Belvédère : la société spécialisée dans la commercialisation de spiritueux a vu son cours s'envoler de 93% en 7 mois, après avoir fait l'objet d'une procédure de redressement judiciaire en 2013.

Les baisses, beaucoup moins nombreuses, n'en sont pas moins spectaculaires aussi avec une chute des cours de plus de 25% pour Solocal Group ou encore Soitec Silicon sur les 7 premiers mois de l'année.

Ce constat est à replacer dans le contexte macroéconomique de ce début d'année 2015 ayant favorisé la hausse des marchés : la baisse de l'Euro, la politique monétaire accommodante de la

³¹ Euronext.com, CAC PME Factsheet, 30.06.2015, page 2, <https://www.euronext.com/fr/products/indices/FR0011710375-XPAR/market-information>

Banque Centrale Européenne ou encore la baisse du cours des matières premières ont permis une reprise sur les marchés financiers. De nombreuses valeurs du CAC40 ont elles aussi connu de très fortes hausses, à l'image de Peugeot ou Airbus ; néanmoins les taux affichés ne sont pas comparables avec ceux des valeurs du CAC PME.

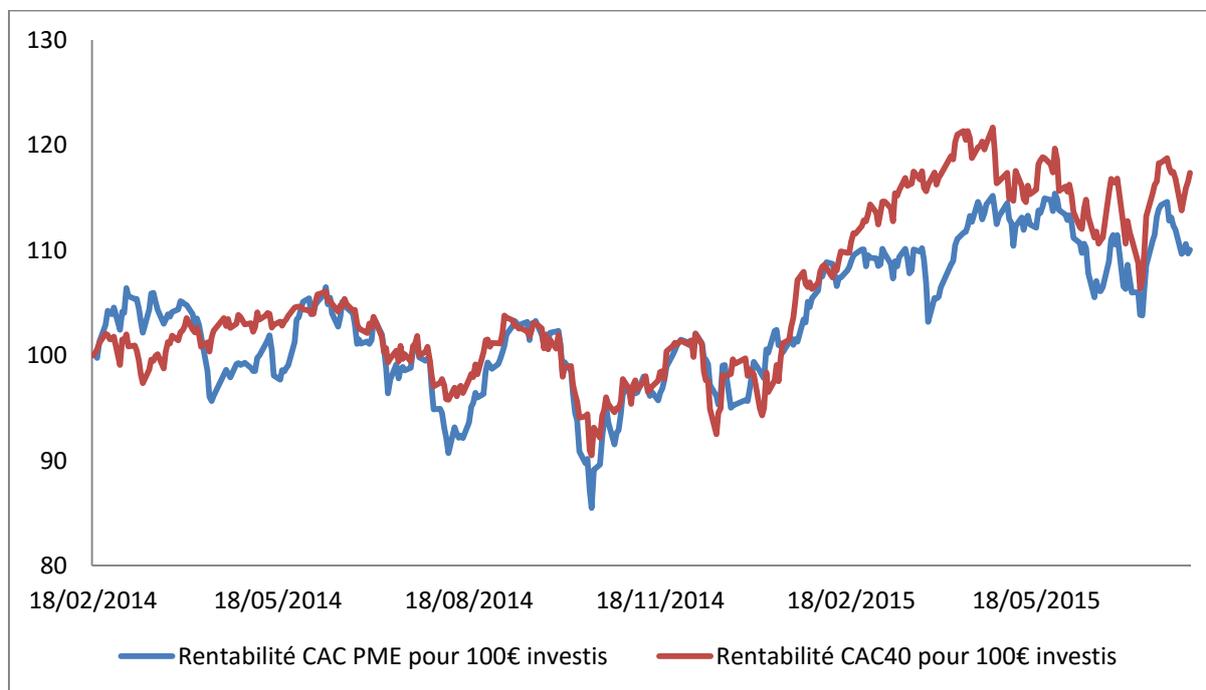


Figure 10 : Rentabilité du CAC PME et du CAC 40 du 18 février 2014 au 31 juillet 2015 pour 100€ investis – Données issues de Abcbourse.com

La Figure 10 a été établie à partir des cours de clôture quotidiens du CAC 40 et du CAC PME entre le 18 février 2014 (date de mise en place de l'indice CAC PME) et le 31 juillet 2015 en partant d'une base 100. La variation quotidienne de chaque indice a été mesurée comme suit :

$$Rentabilité J = \frac{Cours\ de\ clôture\ (J) - Cours\ de\ clôture\ (J - 1)}{Cours\ de\ clôture\ (J - 1)}$$

Ainsi, avec une progression de 17,36% sur la période, le CAC 40 a surperformé le CAC PME qui a connu une progression de 10,04%. Malgré les envolés de cours de certaines valeurs mentionnées ci-dessus, la performance du CAC PME a pâti des chutes de certaines de ces valeurs. A la vue de la Figure 10, il est intéressant de noter que les deux indices suivent une trajectoire similaire bien que certains événements aient des impacts différents. Les incertitudes sur le dossier Grec au début du mois de juillet 2015 ont ainsi plus pesé sur le CAC 40 que sur le CAC PME, ce dernier ayant connu une moindre baisse des cours de ses valeurs. A l'inverse, alors que le CAC 40 a connu sur les quatre premiers mois de l'année 2015 une envolée prononcée, le CAC PME a quant à lui maintenu son niveau, avec même un décrochage des cours au mois de mars. Il semblerait que l'évolution du CAC PME soit moins sensible aux événements macroéconomiques internationaux. Notons tout de même

que le CAC 40 évolue sur des niveaux assez élevés. Bien que de nombreux analystes anticipent une progression vers 5.500 points pour la fin de l'année 2015, il sera intéressant d'étudier l'évolution de ces deux indices dans quelques mois, quand le CAC PME aura un historique plus étoffé.

La prise de conscience quant à l'intérêt des petites et moyennes valeurs semble s'accroître. Les gouvernements successifs ont favorisé la mise en place de dispositifs fiscaux avantageux dans le cas d'investissements dans les Small & Mid Caps, les gérants collectifs se tournent de plus en plus vers ce segment porteur de fortes croissances et les entreprises de marchés commencent à développer des outils d'évaluation spécifiques. Cependant, le protagoniste principal n'a pas encore été appréhendé : les sociétés elles-mêmes qui se font coter sur les marchés financiers. Alors que bien souvent, l'intérêt des uns n'est pas celui des autres, il est nécessaire de se demander pour quelles raisons une société réalise son introduction en Bourse et quelles sont les difficultés et les risques auxquels elle va devoir faire face durant ce long processus.

2.2. Le recours aux marchés financiers pour les sociétés : un processus contraignant et risqué

Les introductions en bourse ou Initial Public Offering (IPO) restent des événements assez rares qui suscitent toujours un vif intérêt des investisseurs et un grand suivi de la part de l'ensemble des acteurs du monde de la finance. Durant les quelques semaines précédents et suivants la première cotation, la société concernée se retrouve ainsi sous le feu des médias ; le but étant pour elle de se faire connaître par un maximum d'investisseurs potentiels afin de susciter un vive engouement de leur part. De nombreuses analyses sur les performances des sociétés nouvellement cotées ont été réalisées : il en ressort majoritairement que les performances à court terme sont souvent très bonnes mais que ces dernières ont plutôt tendance à s'essouffler temporairement sur un horizon moyen / long terme. Après avoir rappelé le schéma des IPO, nous analyserons les causes et les effets de la cotation à travers l'illustration de deux sociétés : Europcar dont la cotation a débuté très récemment le 26 juin 2015 et Ekinops, cotée le 2 mai 2013. La première société est donc encore en phase de « court terme » car elle n'est cotée que depuis quelques semaines alors que la deuxième est présente depuis plus de deux ans déjà. Cette partie vise donc à appréhender l'ensemble du processus au travers de trois questions :

- *Pourquoi ?* Quelles sont les raisons qui poussent les sociétés à aller vers les marchés boursiers ; la recherche de nouveaux capitaux est-elle l'unique explication ?
- *Comment ?* Quelles sont les étapes du processus d'introduction en bourse et quels sont les risques à appréhender ?
- *Et après ?* Comment évoluent les cours des sociétés sur les marchés ?

2.2.1. Les raisons qui motivent les sociétés à être cotées sur les marchés financiers et l'impact des médias sur le comportement des investisseurs

A première vue, la raison principale qui pousse les PME et ETI à aller sur les marchés financiers se trouve dans la recherche d'une nouvelle source de financement. Les petites et moyennes valeurs, qui sont souvent des sociétés en croissance, ne présentent pas toujours les garanties nécessaires pour

l'obtention d'un crédit bancaire traditionnel. Néanmoins, ces sociétés évoluent généralement sur des secteurs « gourmands » en capitaux : biotech., nouvelles technologies, etc. Plusieurs années sont souvent nécessaires avant de pouvoir dégager des bénéfices. Fort de ce constat, les sociétés se voient dans l'obligation de lever des capitaux par d'autres biais en associant de nouveaux investisseurs institutionnels ou particuliers à leur développement. Grâce à de nombreux produits financiers disponibles : actions, bons de souscriptions ou encore obligations convertibles, la société pourra définir l'opération qui conviendra le mieux à ses besoins et à ses attentes. L'assainissement du bilan de l'entreprise est également un élément recherché et se traduit par une augmentation des fonds propres et une baisse de la part de dettes.

Au-delà de cette raison évidente, plusieurs motivations sont évoquées par les dirigeants ; l'une des plus importantes est la notoriété. L'univers des sociétés est extrêmement vaste et il est souvent difficile de se faire connaître des investisseurs particuliers ou institutionnels face aux entreprises géantes déjà cotées. Le fait de recourir aux marchés financiers implique que la société devient une « public company » ; l'entreprise a en effet recours à l'appel public à l'épargne. Le processus d'IPO est très médiatisé et extrêmement suivi et l'organisation de road shows permet à la société d'aller au plus près des investisseurs. Comme le précise justement Jacques DALMAS dans son article « Communication financière et introduction en bourse »³², les marchés boursiers jouent le rôle de vitrine pour une société grâce à une mise en avant de la réussite de cette dernière. L'auteur note également que l'entreprise voit ses relations avec les différents partenaires changer : fournisseurs, banquiers ou encore clients. La cotation apporte une certaine crédibilité face aux interlocuteurs.

Le rôle accru des médias dans les processus d'IPO a mené à la réalisation de nombreuses études sur les effets de ces derniers sur le comportement des investisseurs. Timothy G. POLLOCK et Violina P. RINDOVA, deux universitaires américains, ont analysé les effets de cette couverture médiatique dans leur article « Media legitimation effects in the market for Initial Public Offerings »³³. Leur étude les a amenés à analyser l'impact des médias antérieurement au premier jour de cotation sur un échantillon de 225 IPO. Ils expliquent leur choix par le fait que les investisseurs se basent énormément sur les informations délivrées par les médias dans le cas des opérations d'introduction, du fait qu'ils ne connaissent généralement que trop peu la société concernée. Leur dépendance aux informations est ainsi accrue et les médias ont comme rôle de rendre les sociétés plus compréhensibles, voire plus désirables aux yeux des investisseurs en augmentant leur légitimité. Traditionnellement, deux visions des médias sont abordées : ils sont soit considérés comme reflétant l'opinion du public et permettent ainsi de mesurer la légitimité de la société ou à l'inverse, ce sont eux qui affectent la perception du public sur la légitimité de la société. Dans leur article, les deux auteurs favorisent la deuxième approche et partent du postulat que les médias apportent la légitimité à une société, au travers de l'information qu'ils diffusent.

Lors du premier jour de cotation, l'article illustre deux phénomènes majeurs représentatifs de l'attrait de la société :

³² J. DALMAS (1999), Communication financière et introduction en bourse, LEGICOM, mars, n°19, p.3-8, www.cairn.info/revue-legicom-1999-3-page-3.htm.

³³ G. POLLOCK Timothy, P. RINDOVA Violina, (2003), Media legitimation effects in the market for Initial Public Offerings, Academy of Management Journal, Vol. 46, n°5, p.631-642, <http://www.personal.psu.edu/faculty/t/x/txp14/pdfs/pollock%20and%20rindova%20AMJ.pdf>

- « *The underpricing* » : l'article met en avant que lors de la première cotation, la différence entre le cours d'introduction et le premier cours de clôture est généralement positive et peut être importante. Cela ne relève selon eux que d'un choix stratégique de la part de la société rendant cette sous-valorisation illégitime.
- « *The turnover* » : les auteurs analysent le volume d'échange du premier jour de cotation comme un phénomène important. En effet, plus le volume sera important, plus la liquidité sera grande ce qui rassurera les investisseurs à détenir des positions importantes sur la valeur.

Les deux auteurs analysent ainsi l'effet des médias sur ces deux phénomènes que sont la sous-valorisation et le volume d'échange lors de la première cotation. Selon eux, le degré d'exposition d'une société est fonction de la couverture médiatique reçue et trois facteurs viennent expliquer pourquoi une forte exposition est bénéfique pour la société.

Premièrement, une grande exposition permet d'accroître la familiarité avec la société. Dans le cas d'une IPO, ce facteur est essentiel car les valeurs concernées sont nouvelles et peu connues des investisseurs. Deuxièmement, la forte médiatisation amène à faire accepter comme vraies les informations données ; la répétition semblant apporter de la crédibilité aux informations. Enfin, la perception du risque est une fonction décroissante de l'exposition médiatique ce qui représente un avantage indéniable lors des opérations d'introductions en bourse, jugées comme risquées par les investisseurs.

Outre l'ampleur de la médiatisation, les auteurs s'attachent à étudier l'opinion véhiculée : positive ou négative. Les informations transmises sont issues de professionnels, d'experts et d'analystes financiers : elles sont donc perçues comme des preuves de la légitimité de l'IPO. L'opinion est alors très importante et influencera les investisseurs sur leur choix et sur leur perception de la société.

Le bilan de cette analyse sur la quantité et la qualité de l'information échangée précédemment à la première cotation les amène à conclure aux points suivants :

- Une couverture médiatique associée à une opinion générale positive tend à réduire le phénomène de sous-valorisation non légitime qui peut exister lors du premier jour de cotation.
- Une couverture médiatique associée à une opinion générale positive tend à accroître le volume d'échange et donc la liquidité du titre lors du premier jour de cotation.

La couverture médiatique revêt donc un caractère essentiel et déterminant de la réussite de l'opération d'introduction en bourse. Durant les semaines précédant la première cotation, la société doit se faire connaître et accepter par les investisseurs potentiels. Une société décide d'avoir recours aux marchés financiers pour plusieurs raisons, parmi lesquelles le recours à une nouvelle source de financement et l'accroissement de la notoriété. Une fois la décision prise, la société doit suivre un processus long et contraignant et respecter de nombreux critères.

2.2.2. Présentation des étapes d'une introduction en bourse

Le processus d'introduction en bourse peut être décomposé en 4 phases principales, durant chacune entre quelques jours et plusieurs mois. Ces étapes vont permettre à la société d'être

analysée par les autorités compétentes en matière financière. Pour les petites et moyennes valeurs, ce processus est souvent très contraignant : en effet, la majorité des PME et ETI qui réalisent leurs introductions en bourse sont des sociétés familiales pour qui rendre des comptes n'est pas la norme. En ce sens, l'IPO permet d'accroître la transparence sur les sociétés du fait que ces dernières doivent présenter de nombreux justificatifs afin d'obtenir les agréments nécessaires.

La première phase résulte d'un processus de réflexion mené par la société sur le but de son introduction en bourse : besoin de financements nouveaux pour accompagner la croissance de la structure ou encore accroissement de la notoriété dans un but de développement à l'international. Cette réflexion préalable est cruciale car la société définit ses objectifs ce qui va lui permettre de réaliser l'opération la plus intéressante possible pour elle et la plus cohérente avec ses attentes. Une fois les objectifs précisés, la société décide sur quel marché elle souhaite s'introduire. Aujourd'hui, deux principaux marchés sont développés : Euronext et Alternext. Chacun d'entre eux présente des caractéristiques et des contraintes d'admission spécifiques. Beaucoup de sociétés font le choix de réaliser leur première cotation sur Alternext, du fait d'un cadre réglementaire plus souple. Créé en 2005, ce marché à destination des petites et moyennes valeurs est non réglementé mais régulé. Il s'agit, une fois encore, d'un signe de prise de conscience par les sociétés de marché du potentiel présenté par les Mid & Small Caps. On estime que, sur les 2 millions de sociétés de 10 à 250 salariés que compte l'Europe, seules 4000 sont cotées³⁴.

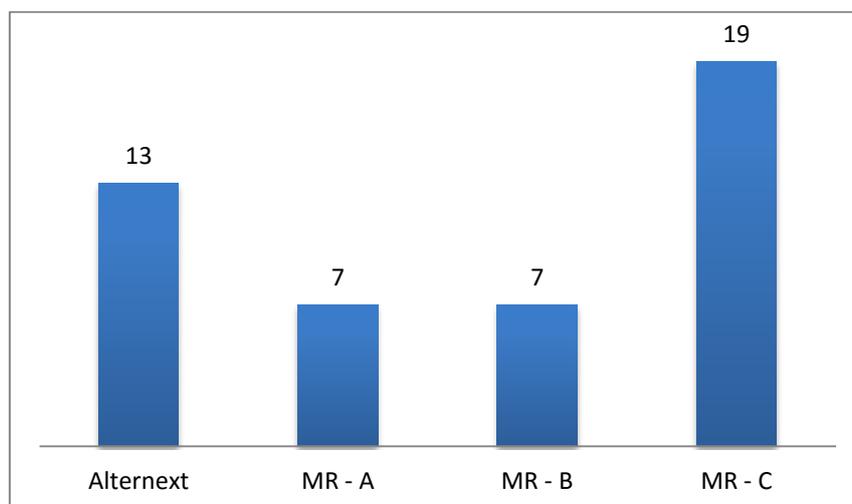


Figure 11 : Répartition du nombre d'IPO selon le marché depuis le 19.03.2014 – Source : Boursier.com³⁵

La Figure 11 représente la répartition des IPO en fonction des différents marchés : Alternext ou Euronext (Marché Réglementé : MR) selon les compartiments A, B ou C. Cette analyse porte sur l'ensemble des introductions en France depuis le 19.03.2014, date à laquelle la première société

³⁴ T. RICHON, T. PINCHON, (2006), Qui préfère une cotation sur Alternext ?, avril, HEC ; Mémoire de Recherche, p.4,

http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_de_recherche_HEC_QUI_prefere_une_cotation_sur_Alternext.pdf

³⁵ Boursier.com, Liste des introductions, <http://www.boursier.com/introductions>

éligible au PEA-PME a réalisé son IPO. Sur les 46 opérations, 13 ont été faites sur Alternext : il s'agit d'un bilan plutôt positif pour un marché créé en 2005.

Euronext accompagne les sociétés dans le choix du marché et résume les caractéristiques de chacune des possibilités dans le tableau ci-dessous.

		NYSE Euronext	NYSE Alternext	
		Offre au Public <i>Hors Compartiment Professionnel*</i>	Offre au Public Accès aux investisseurs qualifiés et particuliers	Placement Privé Accès seulement aux investisseurs qualifiés
Critères et conditions	Distribution minimum	25% du flottant ou 5% représentant au moins 5m€	2.5m€	2.5m€ / 1 an (3 investisseurs minimum)
	Historique Financier	3 ans d'états financiers certifiés	2 ans d'états financiers certifiés à minima	
	Normes Comptables	IFRS	Normes comptables domestiques - France, Belgique, Portugal, Pays-Bas ou IFRS	
	Intermédiaires Financiers	Listing Agent	Listing Sponsor	
	Visa du Régulateur	Obligatoire	Obligatoire	Non Requis
	Documentation	Prospectus	Prospectus	"Offering Circular" approuvé par NYSE Euronext

Figure 12 : Résumé des conditions d'introduction – Source : Euronext³⁶

Ainsi, une PME ou ETI privilégiera plutôt Alternext à Euronext du fait des contraintes plus faibles demandées, notamment sur l'historique financier et le volume de distribution minimum. Cette première étape, faisant suite au processus de réflexion engagé par la société, est déterminante pour la suite de l'opération car, en fonction du marché choisi, la société aura des obligations différentes.

Une fois le marché sélectionné, la société doit déterminer les conseillers qui vont l'accompagner. L'IPO nécessite de s'entourer de différents organismes pour entreprendre les opérations juridiques et comptables. La Banque d'Investissement est l'interlocuteur numéro 1 : son rôle clé est à l'origine de toute l'opération d'introduction. C'est cette dernière qui va notamment déterminer le prix de souscription et qui va éventuellement garantir le placement des titres si cela s'avère nécessaire. Outre le Prestataire de Services d'Investissements, la société doit également faire appel à des cabinets d'expertise comptable, de commissariat aux comptes et d'avocats. Ces intervenants auront pour rôle de certifier et de produire les différents états demandés. Enfin, le Listing Sponsor ou Listing Agent est le prestataire qui a en charge l'accompagnement de la société dans ce processus : réalisation des dues diligences réglementaires, planification du calendrier de l'opération, rédaction du prospectus ou encore conseil en matière marketing ; ces missions sont aussi variées que

³⁶ EURONEXT, Résumé des conditions d'introduction, <https://www.enternext.biz/fr/enternext/non-cotee/financer-votre-croissance/comment-s-introduire-en-bourse>

nécessaires. L'ensemble des intervenants est rémunéré pour les prestations fournies et cette charge financière représente un coût non négligeable pour la société, de l'ordre de 7% du montant global de l'IPO. Cette forte contrainte financière reste l'un des principaux freins pour les petites et moyennes valeurs.

La désignation de l'ensemble des intervenants permet à la société de constituer un dossier d'admission qui sera présenté à la fois à l'Autorité des Marchés Financiers et à NYSE Euronext. Ces deux entités vérifient alors la conformité du dossier avec le cadre réglementaire de l'IPO.

La validation du dossier par les entités concernées représente ainsi la dernière étape du processus et précède la cotation de la valeur. Le Listing Sponsor et l'éventuelle agence de communication jouent dès lors un rôle clé afin de médiatiser cette opération auprès des investisseurs. Comme nous avons pu le présenter précédemment, une grande médiatisation amène à plus de confiance de la part des investisseurs.

2.2.3. Etude de cas : EUROPCAR et EKINOPS

EUROPCAR

- **Activité** : Présent dans près de 150 pays, le Groupe Europcar est le spécialiste de la location de véhicules.
- **Raisons de l'IPO** : la cotation résulte d'une décision d'Eurazeo, société d'investissement qui détenait 87% du capital d'Europcar. L'objectif de cette opération est donc la sortie d'un actionnaire existant.
- **But de l'IPO** : la société souhaite réduire son endettement et améliorer ainsi sa flexibilité financière.
- **Date de cotation** : 26 juin 2015
- **Cours d'introduction** : 12.25€

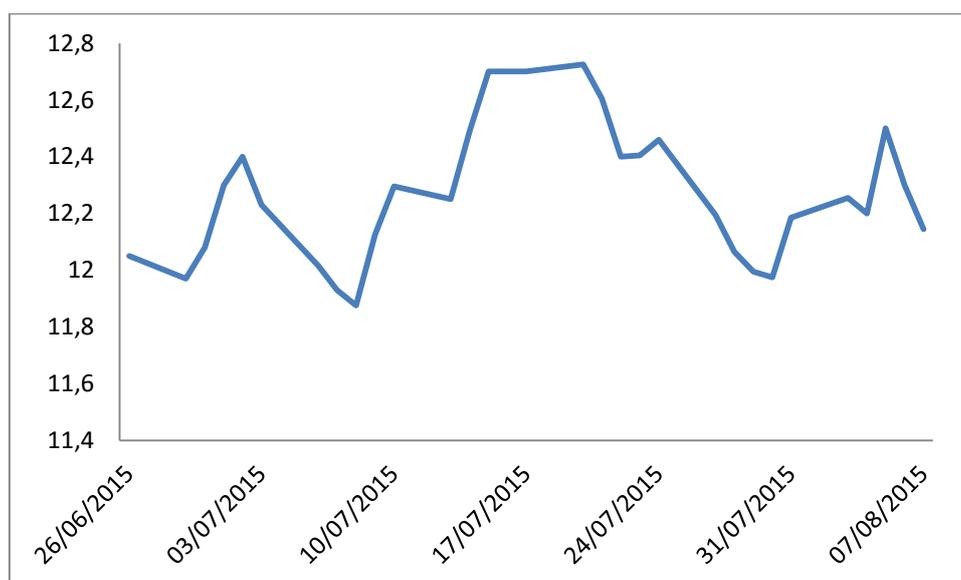


Figure 13 : Evolution des cours de clôture quotidiens d'Europcar depuis son IPO – Source : Boursier.com

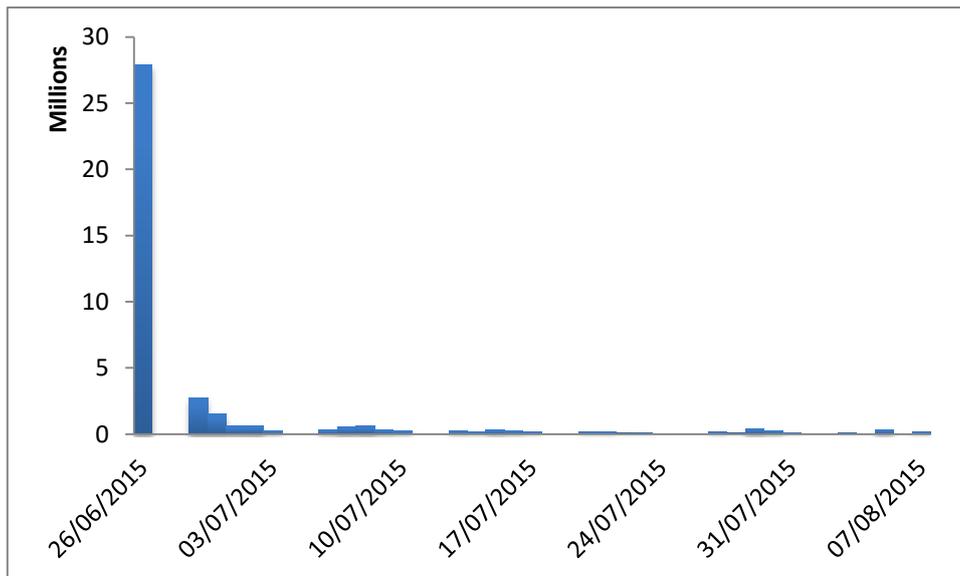


Figure 14 : Evolution des volumes d'échanges quotidiens d'Europcar depuis son IPO – Source : Boursier.com

La société Europcar a réalisé avec succès son introduction en bourse en juin 2015 sur Euronext. Cette opération doit amener la société à rééquilibrer le passif de son bilan en faisant diminuer la part des dettes avec une augmentation des fonds propres. Ce rééquilibrage devrait permettre de relancer la croissance de la société qui envisage de nouvelles acquisitions au cours des prochaines années afin de développer et d'élargir son champ d'action. Cette opération a été très médiatisée et très suivie par les investisseurs, en témoigne notamment le très fort volume d'échange lors du premier jour de cotation par comparaison avec les jours suivants. Le cours de l'action a évolué positivement jusqu'au 20 juillet en atteignant un pic de 12.725€ en clôture. Par la suite, le cours a évolué à la baisse, notamment affecté par la chute de tous les indices suite aux incertitudes liées au dossier grec. Quelques semaines après son introduction, la société a testé la confiance des investisseurs en publiant ses résultats du premier semestre 2015. Ces derniers font ressortir une perte de plus de 150 millions d'euros, soit près du double de la perte enregistrée au premier semestre 2014. Cela s'explique principalement par les coûts liés à l'IPO. Malgré cette perte nette en hausse, des analystes très suivis, tels que Société Générale ou Goldman Sachs ont émis des recommandations positives sur le titre. Goldman Sachs a fixé un objectif de cours à 16.30€ en mettant en avant la sous-évaluation manifeste de la société par rapport à son potentiel de croissance. Pour la Société Générale, l'objectif fixé est établi à 14.20€ du fait principalement du redressement des économies européennes. Pour une société récemment cotée, recevoir des recommandations de la part d'analystes aussi reconnus devrait favorablement impacter le cours de la valeur.

EKINOPS

- **Activité** : Ekinops réalise la conception de solutions de transmission sur fibres optiques pour les réseaux télécoms à très haut débit.
- **But de l'IPO** : La société souhaite accélérer sa croissance en développant son équipe commerciale et en étoffant son service de Recherche & Développement.
- **Date de cotation** : 2 mai 2013
- **Cours d'introduction** : 6.11€

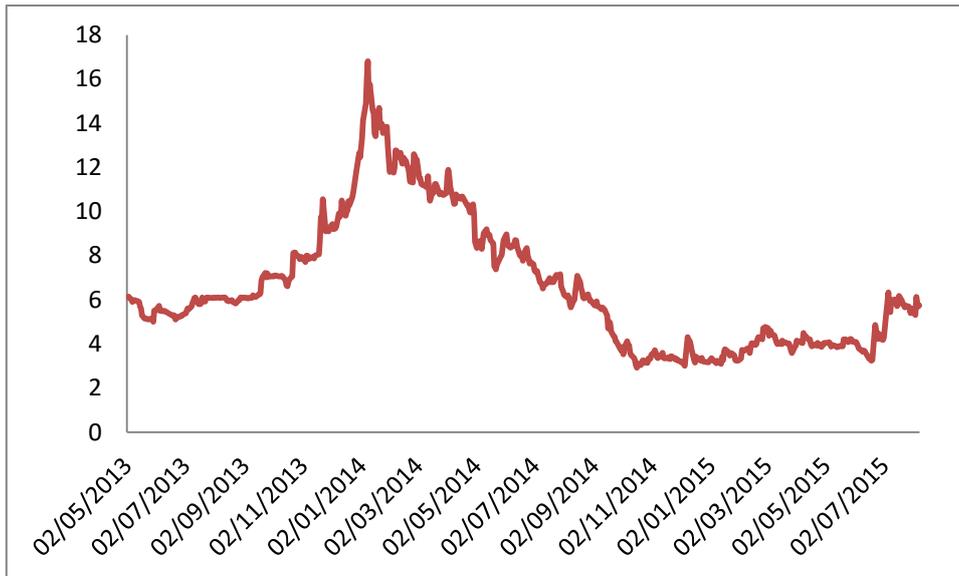


Figure 15 : Evolution des cours de clôture quotidiens d'Ekinops depuis son IPO – Source : Boursier.com

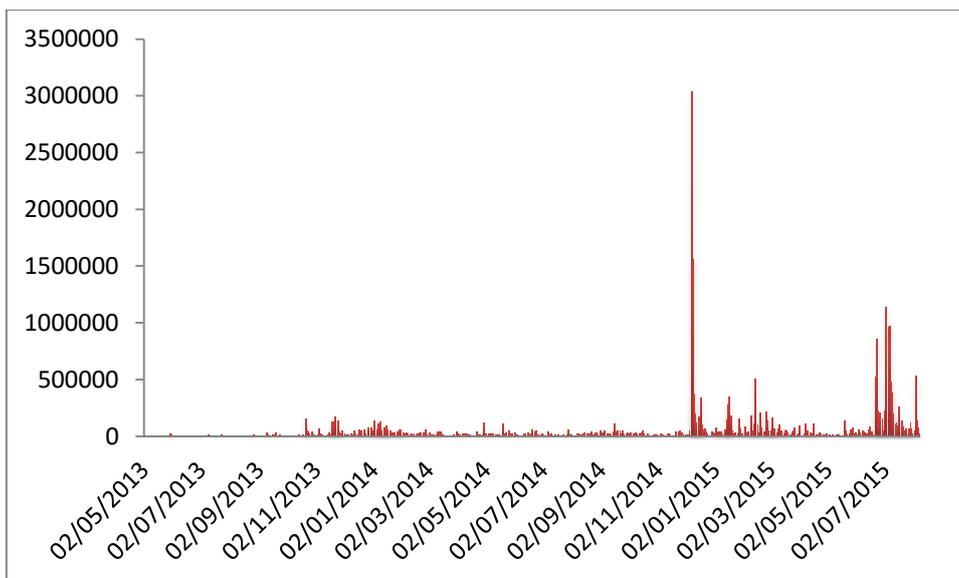


Figure 16 : Evolution des volumes d'échanges quotidiens d'Ekinops depuis son IPO – Source : Boursier.com

L'introduction en bourse d'Ekinops n'a pas rencontré un succès immédiat comme l'illustre le faible volume d'échange lors du premier jour de cotation. De plus, le prix d'introduction fixé à 6.11€ s'est établi sur le bas de la fourchette initialement prévue, témoignant de la méfiance des investisseurs. Cependant, dès la fin de l'année 2013, la société a vu son cours s'envoler du fait de très bons résultats pour ensuite connaître une baisse constante jusqu'à la fin de l'année 2014. Après plus d'une année de cotation, le cours d'Ekinops s'est établi à un niveau inférieur au cours d'introduction. Depuis quelques mois, Ekinops renoue avec la croissance et le titre attire de nouveaux les investisseurs rassurés par le développement d'un nouveau service favorisant l'interconnexion des centres de données.

Les différentes mesures mises en place pour réorienter l'épargne des ménages vers les marchés financiers et donc vers l'économie productive n'ont pas encore rencontré l'effet escompté. La Partie 1 nous a permis de mettre en avant l'échec relatif du déploiement du PEA-PME auprès des investisseurs particuliers. En revanche, la Gestion Collective semble quant à elle prête à faire le pari de l'investissement sur les petites et moyennes valeurs. Pour les gérants de FCP, le pari est risqué mais recèle de nombreuses opportunités qui n'existent plus dans les blue chips. Le faible suivi par les analystes, la possibilité de rencontrer le management ou encore le fort potentiel de croissance sont autant d'arguments pris en compte dans leurs décisions d'investissements. Les entreprises de marché, elles aussi, font le pari d'adapter leur développement au segment des Mid & Small Caps. La création du CAC-PME par Euronext est l'illustration parfaite de ce phénomène et reflète le potentiel du segment des petites et moyennes valeurs à long terme, potentiel auquel croit aussi fermement Jean-François ARNAUD, gérant du fonds Talence Euromidcap. La progression des cours des PME et ETI a connu depuis le début de l'année une forte progression, certaines valeurs affichant des envolés de plus de 100%. Néanmoins, la faible visibilité sur certaines structures ainsi que le problème lié à la liquidité des titres restent des freins pour les investisseurs institutionnels. Pour les sociétés qui décident d'avoir recours aux marchés financiers, le processus est long et souvent contraignant d'un point de vue financier et réglementaire. Alors que l'opinion publique imagine que les sociétés n'ont recours aux marchés que pour lever des capitaux, il ressort en réalité que les objectifs sont multiples et intégrés au sein d'une stratégie de croissance et de développement de long terme. Un point cependant concerne l'ensemble des IPO : la couverture médiatique. Pour que l'opération soit un succès, la société doit plaire et attirer les investisseurs potentiels. Outre les opérations de window-dressing qui ont pour but d'améliorer la présentation des états financiers, les sociétés doivent communiquer afin d'avoir la couverture médiatique la plus large possible.

En dépit du fort intérêt des investisseurs institutionnels, il sera nécessaire dans les années à venir de développer l'attractivité des PME et ETI auprès des particuliers. Rappelons que l'épargne non investie sur les marchés financiers représente près de 4.000 milliards d'euros : le potentiel d'évolution est donc assuré pour le futur si les dispositifs mis en place rencontrent l'adhésion des ménages français.

Partie 3 : Etude de cas : risques et performances d'un fonds Large Caps et d'un fonds éligible au dispositif PEA-PME

La sélection d'un fonds par un investisseur repose sur de nombreux éléments, parmi lesquels le traditionnel couple rentabilité / risque. Plus le produit choisi présentera des risques, plus le souscripteur attendra un rendement élevé. De nombreux outils sont disponibles pour évaluer la performance des fonds, par rapport à leur benchmark ou par rapport à un taux sans risque. Traditionnellement, il s'avère que les fonds investissant majoritairement sur les petites et moyennes valeurs sont plus risqués : la volatilité des Mid & Small Caps est généralement plus importante que celle des blue chips. Néanmoins, la performance des fonds investis dans les petites et moyennes sociétés nécessite que le gérant possède une très bonne vision de ce segment afin de sélectionner les valeurs les plus prometteuses. Plus encore que pour la gestion de fonds de grandes capitalisations, les fonds PEA-PME connaissent des progressions extrêmement variables d'un produit à l'autre.

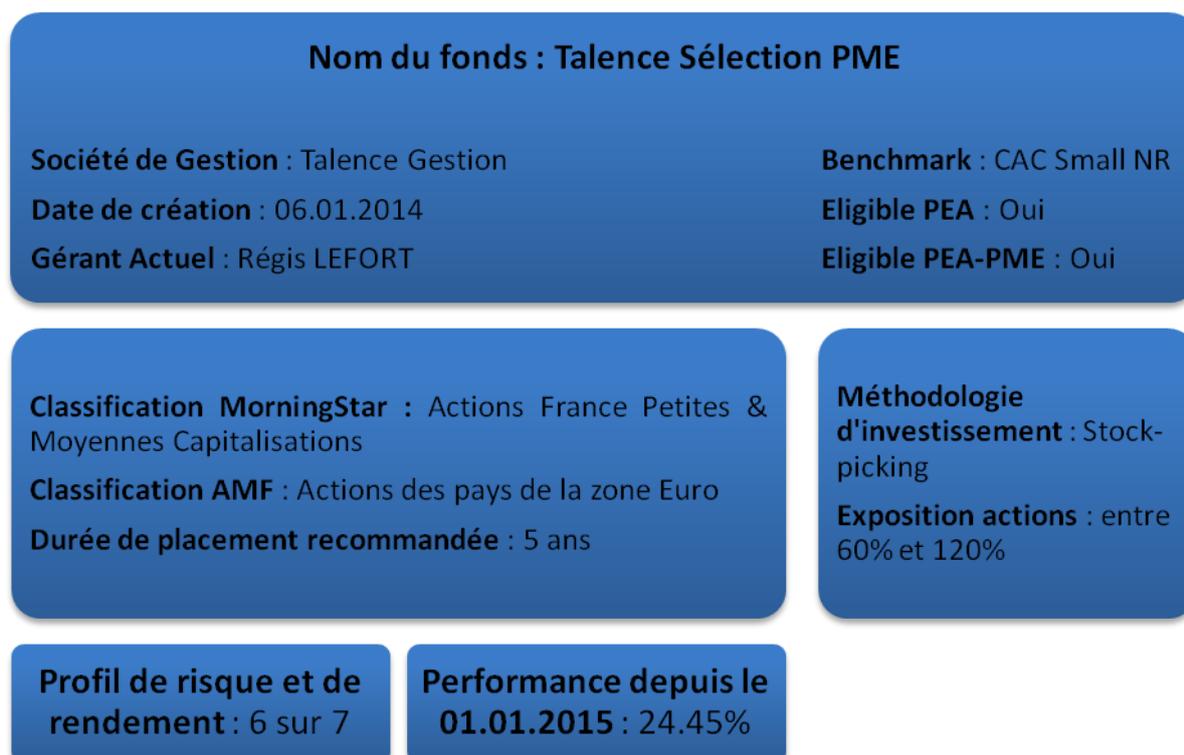
Cette partie a pour but d'illustrer l'ensemble des analyses réalisées dans les parties 1 et 2 à travers l'étude de deux fonds évoluant sur des segments différents. Le premier, Talence Sélection PME, est un fonds PEA-PME : les investissements sont donc majoritairement tournés vers les sociétés éligibles au dispositif du PEA-PME, c'est-à-dire aux petites et moyennes valeurs. Outre l'étude des ratios traditionnels, nous présenterons les investissements réalisés par ce FCP et détaillerons les contraintes rencontrées du fait de l'éligibilité PEA-PME. Le second fonds, Amundi Actions France, est représentatif des produits investis majoritairement dans les blue chips, les sociétés de grandes capitalisations. Développé par la société Amundi Asset Management (filiale Gestion d'Actifs du groupe Crédit Agricole), ce fonds existe depuis plusieurs décennies et son actif représente plus d'un milliard d'euros.

Les résultats observables nous permettront d'établir un bilan global sur l'investissement dans les petites et moyennes valeurs dans le domaine de la Gestion Collective. Du fait que les particuliers ne semblent pas encore prêts à investir directement dans les PME et ETI, la performance des fonds dédiés à ces sociétés est ainsi très suivie afin de contrôler la pertinence de tels investissements.

3.1. Fiches d'identité des fonds et analyse de la stratégie d'investissement

3.1.1. Fiches d'identités des fonds Talence Sélection PME et Amundi Actions France

Talence Sélection PME : fonds éligible au dispositif du PEA-PME



Le fonds Talence Sélection PME, géré depuis sa création en 2014 par Régis Lefort, est développé par la société Talence Gestion³⁷. Ses investissements, majoritairement réalisés dans des petites et moyennes valeurs, le rendent éligible au dispositif du PEA-PME ; il s'agit d'un atout supplémentaire pour attirer les investisseurs qui possèdent ce support. Bien que la collecte des fonds éligibles à ce dispositif n'ait pas encore connu de véritable essor ces derniers mois, comme nous avons pu le voir dans la Partie 2 – Figure 8, cette particularité ne peut être que positive. La stratégie utilisée est celle du stock-picking : cela signifie que le gérant base ses décisions d'investissements à partir d'une analyse fondamentale des sociétés. Il s'assure ensuite que la valeur n'est pas en contradiction avec l'environnement macroéconomique général au moment de la décision d'investissement. A l'inverse, certains investisseurs ont une approche top-down : ils choisissent un

³⁷ Les informations relatives au fonds Talence Sélection PME proviennent, sauf mention contraire, du Prospectus du FCP et du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), disponibles sur <http://www.talencegestion.fr/nos-fonds/talence-selection-pme>

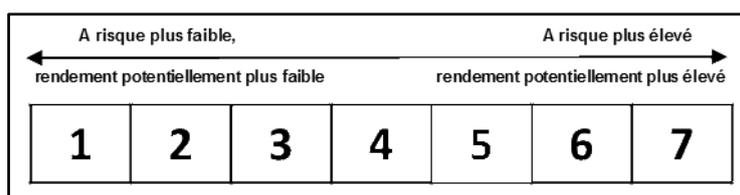
secteur (géographique ou d'activité) selon l'étude de données macroéconomiques et déterminent ensuite quelles sont les valeurs les plus prometteuses. Dans le cadre d'un fonds axé sur les Mid & Small Caps, le stock-picking semble être la méthode la plus adaptée. En effet, le gérant ne dispose souvent que de peu d'informations sur la société, du fait d'un faible suivi général des petites et moyennes valeurs (cf. Partie 2). Avant toute décision, il rencontre le management direct de la société ce qui lui permet de pouvoir établir une analyse fine des perspectives de croissance : la proximité avec les décisionnaires favorise ainsi l'utilisation du stock-picking. A la différence de la notion d'investissement, l'exposition prend en compte les produits dérivés ; cela explique pourquoi l'exposition peut être supérieure à 100% de l'actif. Dans le cas de Talence Sélection PME, l'exposition du fonds aux actions est comprise en permanence entre 60% et 120% de l'actif. Classé « Actions de pays de la zone Euro » par l'Autorité des Marchés Financiers, le fonds a un profil de risque et de rendement de 6 sur une échelle de 7. Cette mesure, appelée SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) est une donnée réglementée mise en place par l'AMF qui la définit comme suit :

« Le profil de risque et de rendement est symbolisé par une échelle allant de 1 à 7. Le score indiqué est une estimation du niveau de risque ainsi que du potentiel de rendement du fonds.

Pour placer un fonds sur cette échelle, l'indicateur utilisé est sa « volatilité », mesurée par la variation moyenne de sa valeur sur les 5 dernières années. Cet indicateur traduit la tendance du fonds à fluctuer, plus ou moins fortement, à la hausse ou à la baisse. Lorsque la volatilité est élevée, la possibilité de gain est plus importante, mais le risque de perte l'est aussi. »³⁸

L'AMF précise que lorsque les fonds sont âgés de moins de 5 ans, il est nécessaire d'utiliser un « proxy », c'est-à-dire un indice de référence ou un portefeuille comparable sur la période manquante.

Sur la première page de chaque prospectus, la société de gestion doit faire la mention de ce niveau de risque à l'aide de l'échelle ci-dessous :



Le prospectus, qui résume les informations principales d'un FCP pour un investisseur est un document extrêmement cadré par l'AMF et chaque société de gestion a l'obligation de respecter la réglementation. Cela permet à l'investisseur potentiel d'avoir des informations claires et unifiées entre les différents produits.

Les fonds investis majoritairement en actions sont généralement classés aux niveaux 5 ou 6 : cela signifie d'après l'AMF que la valeur du fonds a évolué, en moyenne, de 10% à 25% au-dessous et au-dessus de sa valeur moyenne.

Les niveaux de volatilité représentatifs de chaque SRRI sont indiqués ci-dessous :

³⁸ Autorité des Marchés Financiers (2015), Investir en fonds et Sicav : comprendre le profil de risque, mars, <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Autres-Infos-et-Guides-Pratiques/A-savoir-avant-d-investir/Investir-en-fonds-et-Sicav---comprendre-le-profil-de-risque.html>

Niveau	= ou > à	< à
1	0%	0.5%
2	1%	2%
3	2%	5%
4	5%	10
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	

Au-delà des investissements en actions, le fonds Talence Sélection PME a le droit d'être investi à hauteur de 10% maximum dans des parts d'OPCVM et ou de FIA de droit français : du fait de cette proportion, il ne s'agit pas d'un fonds de fonds. Les titres obligataires et monétaires ne peuvent quant à eux pas représenter plus de 25% des investissements.

Talence Sélection PME est un FCP composé de 2 parts différentes :

- La part AC est la part dédiée au grand public. La Valeur Liquidative du fonds diffusée est celle de cette part.
- La part NC est la part réservée au fonds nourricier Legal & General Sélection PME. Ce fonds, commercialisé par la société Legal & General et géré par Talence Gestion, est exclusivement investi dans le fonds Talence Sélection PME.

Le fonds Talence Sélection PME est donc appelé le « fonds maître » et le fonds Legal & General Sélection PME le « fonds nourricier ». La Valeur Liquidative de cette part n'est pas communiquée au grand public car il s'agit d'une part réservée à un autre FCP.

Amundi Actions France : fonds investi essentiellement dans les blue chips

Nom du fonds : Amundi Actions France

Société de Gestion : Amundi Asset Management

Date de création : 26.03.1974

Gérant Actuel : Frédéric Rosamond

Benchmark : SBF 120 N

Eligible PEA : Oui

Eligible PEA-PME : Non

Classification MorningStar : Actions France Grandes Capitalisations

Classification AMF : Actions des pays de la zone Euro

Durée de placement recommandée : 5 ans

Méthodologie

d'investissement : Stock-picking

Exposition actions : entre 60% et 120%

Profil de risque et de rendement : 6 sur 7

Performance depuis le 01.01.2015 : 23.76%

Le fonds Amundi Actions France est un produit développé par Amundi Asset Management, filiale du Crédit Agricole spécialisée dans la gestion d'actifs³⁹. Ce FCP, classé « Actions Grandes capitalisations » par Morningstar a été créé il y a maintenant plus de 40 ans et son objectif est de surperformer l'indice SBF 120, dividendes réinvestis. Ce benchmark est constitué des 120 plus grandes capitalisations boursières françaises. Avec plus d'un milliard d'euros d'actifs sous gestion, cette SICAV est très représentative des fonds grandes capitalisations, avec une forte ancienneté, un encours sous gestion élevé et le bénéfice d'une société de gestion prestigieuse et reconnue au niveau européen et mondial.

Avec un SRI de 6 sur une échelle de 7, le fonds Amundi Actions France présente un profil de risque et de rendement similaire à Talence Sélection PME. Ce premier élément semble infirmer l'hypothèse d'un plus grand risque associé aux fonds investis dans les petites et moyennes valeurs.

Dans ce cas aussi, la stratégie d'investissement utilisée est celle du stock-picking. Dans le reporting mensuel, les gérants la détaillent ainsi :

« Par une gestion de conviction, l'équipe cherche à surperformer l'indice du marché [...] à moyen / long terme. Sans contrainte à priori, le processus d'investissement se fonde sur une analyse fondamentale et approfondie des entreprises de la zone [...]. »

Ainsi, comme pour Talence Sélection PME, l'analyse fondamentale prime sur l'analyse macroéconomique. En revanche, bien que la stratégie utilisée soit identique, la méthodologie est en

³⁹ Les informations relatives au fonds Amundi Actions France proviennent, sauf mention contraire, du Prospectus du FCP et du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), disponibles sur https://www.amundi.fr/fr_part/product/view/FR0000944696?xtmc=amundi%20actions%20france&xtcr=1&xtnp=1

pratique totalement différente. Amundi Actions France réalise des investissements sur des sociétés de grandes capitalisations, très suivies des analystes. Le champ de valeurs est plus restreint comparativement aux petites et moyennes valeurs et la plupart des données sont d'ors et déjà publiées et connues de tous. Il est primordial d'étudier la composition des fonds pour avoir une opinion sur la stratégie utilisée face aux investissements réalisés.

3.1.2. Les investissements réalisés par les deux fonds

Talence Sélection PME

Le fonds Talence Sélection PME a pour benchmark le CAC Small NR. Cet indice, développé par Euronext, représente les sociétés françaises de petites capitalisations. Il est actuellement composé de 222 valeurs parmi lesquelles Sartorius Stedim Biotech, Areva ou Worldline pour les plus importantes capitalisations. A l'opposé, avec une capitalisation boursière inférieure à 1 million d'euros, la société Foncière Paris Nord représente la plus petite valeur de l'indice actuellement.

La mention Net total Revenue (NR) signifie que l'indice est calculé dividendes nets réinvestis. Cette mesure est plus précise et plus représentative de l'évolution réelle de l'indice ; en effet, l'impact des dividendes est un point essentiel qui peut améliorer sensiblement la performance d'un indice. Ce paramètre n'a pendant longtemps pas été pris en compte par les sociétés de gestion pour une simple raison : plus la performance du benchmark est faible, plus la différence par rapport au fonds est importante. Ce résultat permettait aux sociétés de prélever des frais de surperformance plus importants. Ces frais s'appliquent dès lors que la performance du fonds est supérieure à celle de son benchmark et est généralement exprimée en pourcentage de la surperformance.

Immédiatement, nous remarquons que le benchmark du fond Talence Sélection PME est plus « fourni » que celui d'Amundi Actions France : il compte en effet plus de 220 valeurs, contre seulement 120 pour le SBF120.

Au 30 juin 2015, Talence Sélection PME est investi dans 56 lignes, décomposées comme suit par Morningstar Direct⁴⁰ :

⁴⁰ Les éléments de Morningstar Direct sont issus des « Morningstar Mutual Fund Report » via l'Outils Morningstar.

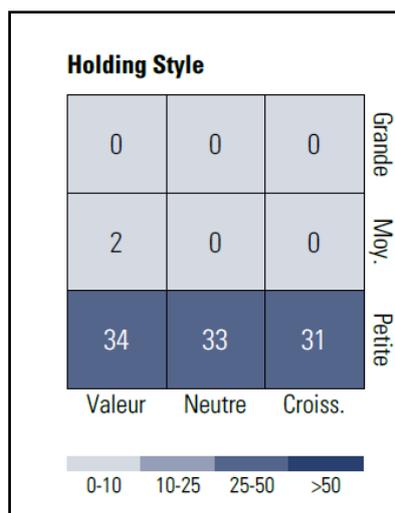


Figure 17 : Holding Style de Talence Sélection PME – Source : Morningstar Direct

Cette « box » - méthode de représentation très utilisée par Morningstar – illustre la répartition des investissements de Talence Sélection PME par catégories de valeurs. On remarque que 98% des investissements sont réalisés dans des sociétés de petites capitalisations contre seulement 2% pour des sociétés de moyennes capitalisations. Morningstar définit les niveaux de capitalisations des sociétés comme suit :

- *Grande* : sociétés dont la capitalisation fait partie des 70% des plus grandes capitalisations d'une zone géographique,
- *Moyenne* : sociétés dont la capitalisation fait partie des 20% suivants les grandes capitalisations,
- *Petite* : toutes les sociétés restantes, c'est-à-dire les 10% des sociétés ayant la plus faible capitalisation boursière de la zone géographique.⁴¹

Cette répartition extrêmement concentrée sur les petites valeurs provient de l'éligibilité du fonds au PEA-PME : 75% des investissements doivent être effectués dans des sociétés respectant elles-mêmes les critères d'éligibilité au dispositif.

Market Capitalization (Size)	% of Portfolio	% Bmark	% Cat Avg
Giant	0,00	0,00	1,07
Large	0,00	14,41	17,45
Medium	1,73	76,65	42,87
Small	16,03	8,94	29,24
Micro	82,24	0,00	9,36

Figure 18 : Répartition des investissements par capitalisation boursière et comparaison entre le fonds, le benchmark et la moyenne de la catégorie – Source : Morningstar Direct

⁴¹ Morningstar, Morningstar Style Box, http://www.morningstar.com/InvGlossary/morningstar_style_box.aspx

Morningstar propose une analyse plus fine et comparative entre le fonds (Talence Sélection PME), le benchmark utilisé (CAC Mid 60 NR) et la moyenne des fonds de la même catégorie (Actions françaises de petites et moyennes capitalisations). Une fois encore, le fonds Talence Sélection PME est caractérisé par un investissement centré sur les micros capitalisations (inférieures à 250 millions d'euros) alors que le benchmark et les autres fonds sont centrés, eux, sur les petites et moyennes valeurs. Au vu de ces résultats, la stratégie de stock-picking utilisée par le gérant prend tout son sens. Le fonds est investi à 98% dans les micros ou petites capitalisations : il s'agit de sociétés de niche très peu suivies par les analystes financiers. L'environnement macroéconomique ne peut donc en aucun cas être le catalyseur de l'investissement ; l'étude des fondamentaux et des perspectives de croissance des sociétés doit être la base de la décision.

Au 30 juin 2015, Talence Sélection PME détient trois lignes représentatives chacune de plus de 3% du poids du fonds (cf. Annexe 7) : Chargeurs SA (3.37%), Sword Group (3.32%) et Business & Decision (3.25%). Sur le mois de juin, quatre mouvements ont été opérés sur les 25 principales lignes du fonds : trois achats sur Devoteam SA, Aubay et Valtech et un allègement sur Interparfums.

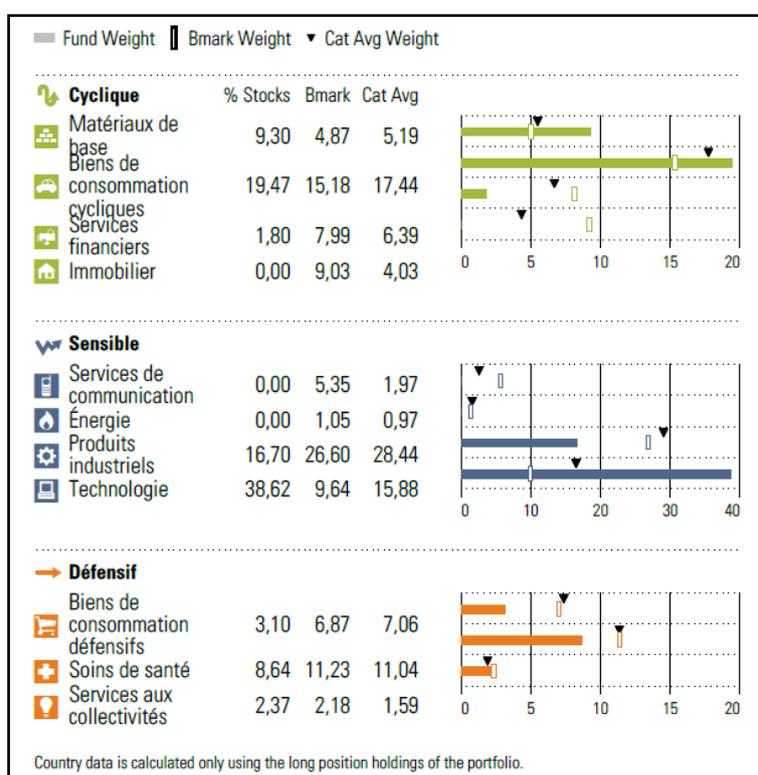


Figure 19 : Répartition de l'actif de Talence Sélection PME selon les secteurs – Source : Morningstar Direct

Talence Sélection PME est investi majoritairement dans les valeurs technologiques qui représentent 38.62% de l'actif du fonds (versus 9.64% pour le benchmark et 15.68% pour la moyenne des fonds). Les sociétés du secteur des « Biens de consommation » représentent elles aussi une part importante des investissements avec 19.47%. En revanche, les services financiers et de communications sont délaissés par Talence Sélection PME, par rapport au benchmark et à la moyenne des autres fonds.

A l'image du benchmark et de la moyenne des autres fonds, Talence Sélection PME est majoritairement investi dans des valeurs « sensibles » (55.32% de l'actif) et faiblement dans les valeurs de profil « défensif » (14.11% de l'actif).

Amundi Actions France

Amundi Actions France est un fonds grandes capitalisations, qui a pour benchmark le SBF 120. Cet indice est représentatif des 120 plus grandes capitalisations boursières : il est composé des sociétés du CAC40, du CAC Next 20 et du CAC Mid 60.

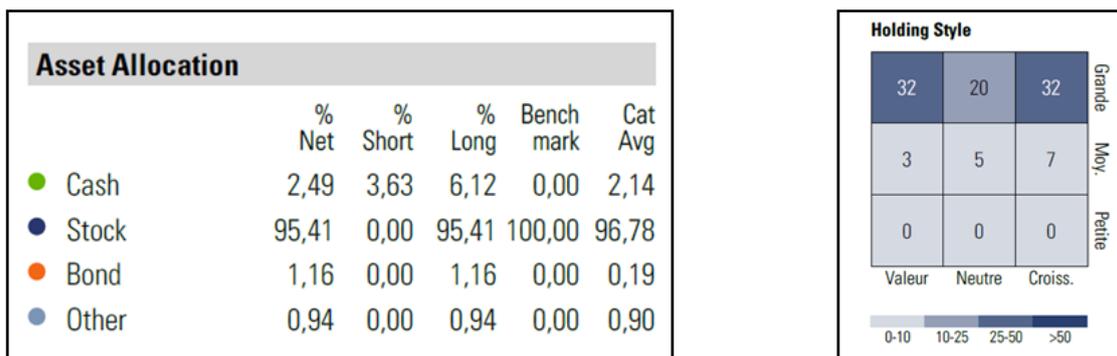


Figure 20 : Répartition par actif et par capitalisation au 31 mai 2015 – Source : Morningstar Direct

Au 31 mai 2015, Amundi Actions France est investi à hauteur de 103.63% avec 95.41% d'actions, 6.12% de cash créditeur, 1.16% d'obligations et 0.94% d'autres produits. Le fonds détient une position short sur le cash de 3.63%. A l'image de Talence Sélection PME, Amundi Actions France est majoritairement tourné vers les actions. Néanmoins, les titres détenus sont issus de grandes valeurs pour 84% et de moyennes valeurs pour seulement 16%. Bien que les deux produits étudiés soient deux fonds « Actions », leur univers d'investissement est totalement différent, et notamment par rapport à la capitalisation boursière des sociétés.

Parmi les 25 plus importantes lignes du portefeuille au 31 mai 2015 (cf. Annexe 8), nous retrouvons dans le trio de tête trois valeurs issues du CAC 40 : Sanofi, BNP Paribas et Total. Sanofi et Total, les deux plus grandes capitalisations françaises, représentent à elles seules 13.14% de l'actif du fonds. Parmi les autres principaux contributeurs, une très grande majorité fait partie du CAC 40. Sur le mois de mai 2015, trois mouvements principaux ont été opérés sur les 25 lignes les plus importantes ; il s'agit de trois achats sur Alcatel-Lucent, Lafarge SA et Peugeot.

Alors que Talence Sélection PME présentait une répartition sectorielle assez différente de celle du benchmark et des autres fonds et assez concentrée sur les valeurs sensibles, Amundi Actions France reproduit fidèlement la répartition du benchmark et des autres fonds. Ses investissements s'organisent de manière assez équilibrée entre les trois profils de valeurs existants : cyclique, sensible et défensif.



Figure 21 : Répartition de l'actif d'Amundi Actions France selon les secteurs – Source : Morningstar Direct

Mise à part les différences majeures existant sur les « Biens de consommations défensifs » et les « Soins de santé », Amundi Actions France est caractérisé par une allocation assez fidèle de celle développée par son benchmark et par les autres fonds. Avec respectivement 37.59%, 40.09% et 21.52%, les trois profils de valeurs cyclique, sensible et défensif sont représentés dans ce produit. La diversification sectorielle est donc plus importante pour le fonds grandes capitalisations que pour le fonds petites et moyennes valeurs.

Les investissements réalisés par les deux fonds étudiés sont majoritairement tournés vers le même type de produit : les actions. Néanmoins, il existe de grandes disparités : alors qu'Amundi Actions France investit majoritairement dans les sociétés de grandes capitalisations, Talence Sélection PME est spécialisé dans les petites voire les micros capitalisations. Les deux FCP reproduisent assez fidèlement la répartition sectorielle de leur benchmark, avec une corrélation particulièrement élevée pour Amundi France Actions. Alors que ces deux produits présentent des caractéristiques spécifiques, pourquoi la stratégie d'investissement utilisée est-elle identique, à savoir le stock-picking ? A l'aide de l'exemple ci-après, nous allons analyser la pertinence de cette méthode pour chacun des deux fonds.

Par définition, le stock-picking se concentre sur les fondamentaux de la société ; le critère macroéconomique n'arrivant qu'en seconde position. La semaine du 10 au 14 août 2015 a été marquée par trois dévaluations successives du Yuan : il s'agit d'un évènement macroéconomique important qui a impacté toutes les places financières mondiales. Face au risque de ralentissement de son économie, le gouvernement chinois a décidé de modifier le cours de sa monnaie afin de favoriser les exportations. Nous allons étudier l'impact de cet élément macroéconomique sur les benchmarks

des deux fonds : le SBF 120 pour Amundi Actions France et le CAC Small pour Talence Sélection PME au cours de la semaine du 10 août 2015.

BENCHMARK	10.08.15	11.08.15	12.08.15	13.08.15	14.08.15	Volatilité
CAC 40	0,79%	-1,86%	-3,40%	1,25%	-0,61%	0,01711
SBF 120	0,77%	-1,74%	-3,25%	1,27%	-0,43%	0,01655
CAC Small	-0,06%	-0,14%	-1,82%	0,75%	0,17%	0,00858

Figure 22 : Volatilité des deux benchmarks et du CAC40 du 10 au 14 août 2015 – Données issues de boursorama.com

Les variations des indices représentent les variations à la clôture de chaque journée et la volatilité est mesurée par l'Ecart Type de la façon suivante :

$$Ecart\ Type = \sqrt{\frac{\sum(x - \bar{x})^2}{n}}$$

Sur la semaine du 10 au 14 août 2015, marquée par un évènement macroéconomique majeur, la volatilité du SBF 120 a été deux fois supérieure à celle du CAC Small. Alors que le stock-picking ne prend en compte ces éléments que dans un second temps, il est légitime de se demander si une telle stratégie est adéquate pour un fonds dont le benchmark est le SBF 120, comme l'est Amundi Actions France. Le CAC 40 a quant à lui été encore plus volatil au cours de cette semaine, avec un écart type de 0,017 : rappelons qu'Amundi Actions France est majoritairement investi dans des valeurs issues de cet indice. Ce questionnement à propos de la stratégie utilisée par Amundi ne remet absolument pas en cause la qualité de ce fonds ayant plus de 40 ans d'ancienneté ; il est simplement intéressant de mettre en lumière l'éventuelle incohérence qui peut exister entre la méthode présentée dans le Reporting et celle qui correspondrait le mieux aux investissements du fonds. Lorsque l'on se tourne majoritairement vers des grandes capitalisations, représentatives de sociétés exclusivement internationales, l'élément macroéconomique se doit d'être pris en compte. Les cours boursiers des grandes sociétés sont en effet très impactés lors d'évènements importants tels que la modification du cours des devises ou encore l'évolution de la croissance de pays étrangers.

3.2. L'analyse des performances des deux fonds

Les investisseurs sont évidemment très attentifs à la rentabilité des fonds qu'ils choisissent ; cet élément ne peut être pris en considération qu'à travers une analyse des risques que nous effectuerons dans la partie suivante. Afin de pouvoir mesurer la performance du FCP, les souscripteurs la comparent généralement à celle de l'indice de référence.

Talence Sélection PME vs CAC Small NR

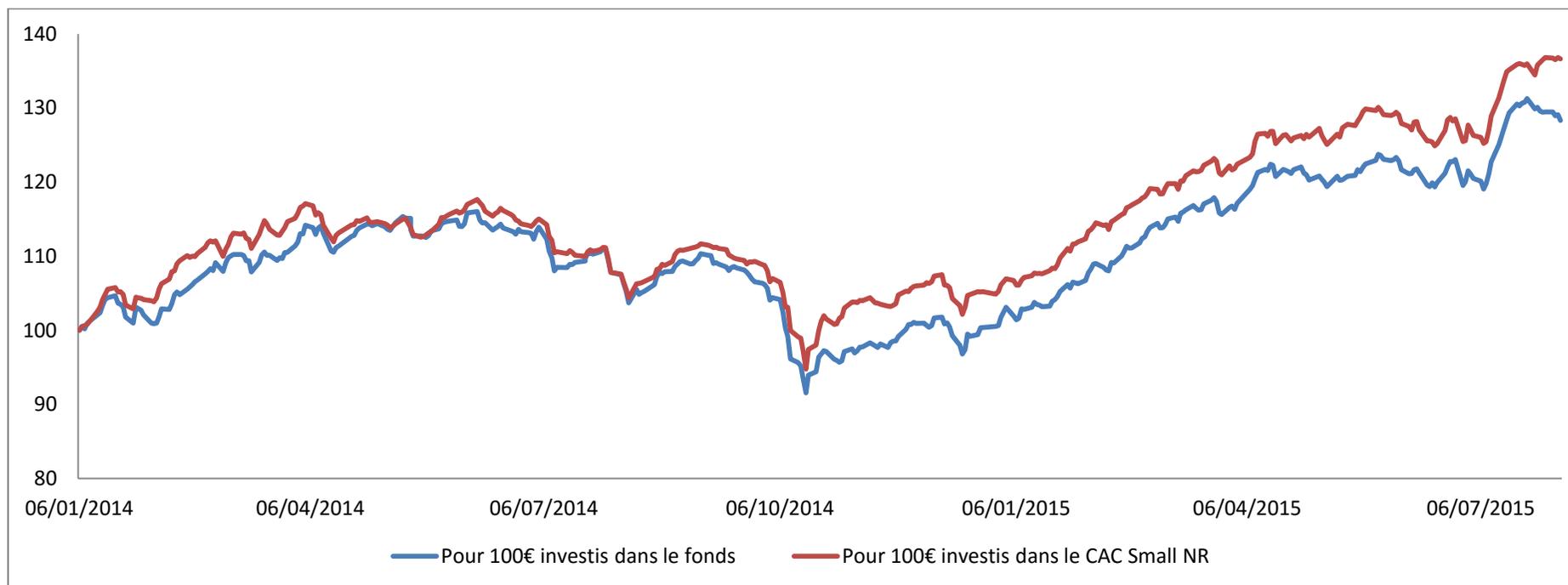


Figure 23 : Evolution de la rentabilité de Talence Sélection PME et de son benchmark du 06.01.2014 au 06.08.2015 – Données pour la réalisation du graphique issues de AbcBourse.com

Sur la période considérée (du 06.01.2014 au 06.08.2015), la performance du fonds Talence Sélection PME a été de + 28.31% contre + 36.62% pour son benchmark, le CAC Small NR. Ainsi, sur cette période, nous constatons que le fonds sous-performe son indice de référence. En revanche, la progression entre les deux courbes est similaire, la réplification est donc assez forte entre les deux produits sur les 394 jours que compte l'étude.

	FONDS	BENCHMARK
PERFORMANCE		
Performance depuis la création	28,31%	36,62%
Performance depuis le début de l'année	24,45%	27,73%
Performance depuis 1 an	21,96%	29,50%
Performance sur le mois de juillet 2015	6,52%	7,13%
PERFORMANCE RELATIVE		
Ecart depuis la création	-8,31%	
Ecart depuis le début de l'année	-3,27%	
Ecart depuis 1 an	-7,55%	
Ecart sur le mois de juillet 2015	-0,61%	
INDICATEURS DE PERFORMANCE		
Gain maximal	43,38%	44,36%
Perte maximale	-21,09%	-19,45%
Nombre de jours gagnants	198	
Jours positifs	225	228
Jours négatifs	169	166
Meilleur jour	2,63%	2,83%
Moins bon jour	-3,09%	-3,06%

Figure 24 : Mesures de performances pour le fonds Talence Sélection PME – Calculs effectués à partir des données de AbcBourse.com⁴²

En dépit d'une bonne performance, Talence Sélection PME sous-performe son indice de référence sur les différentes périodes observées : depuis la création, depuis le début de l'année, depuis une année et sur le mois de juillet 2015. La performance relative, calculée comme la performance du fonds diminuée de la performance du benchmark, est donc négative. Le gain maximal de 43.38% pour le FCP correspondrait à une souscription effectuée le 16 octobre 2014 à 91.56€ et un rachat le 24 juillet 2015 à 131.28€ : il s'agit de la configuration la plus avantageuse qu'un investisseur aurait pu réaliser. Cette performance maximale s'élève à 44.36% dans le cadre du benchmark. A l'inverse, le « max drawdown » ou perte maximale, s'établit à -21,09% pour le fonds, contre -19,45% pour le CAC Small NR. Sur les 394 données observées, le fonds a connu 225 jours avec une performance positive et seulement 169 jours avec une performance négative.

Dans son analyse, Morningstar propose différents ratios permettant d'évaluer la performance par rapport à l'indice et autres fonds de la même catégorie. Rappelons que, dans le cas de Talence Sélection PME, le benchmark choisi par Morningstar est le CAC Mid 60 NR.

Le ROIC (Return On Invested Capital) est un ratio de rentabilité qui mesure la rentabilité d'un investissement. Calculés sur une année par Morningstar, les résultats sont les suivants :

	% of Portfolio	% Bmark	% Cat Avg
ROIC	6,61	5,98	7,04

⁴² L'ensemble des calculs réalisés sont basés sur les valeurs liquidatives quotidiennes du fonds et les cours de clôture quotidiens de l'indice CAC Small NR.

Avec 6.61%, Talence Sélection PME est donc supérieur au benchmark et inférieur à la moyenne des fonds de la même catégorie. La sélection de l'indice de référence est donc très importante et peut mener à des conclusions différentes.

D'autre part, les ratios comptables peuvent être utilisés pour déterminer la pertinence des investissements réalisés par le fonds. Morningstar propose différentes analyses basées sur les données comptables de chacune des sociétés ; chaque ratio est ensuite pondéré par rapport à l'importance de la ligne dans le fonds ce qui permet d'obtenir un « ratio global ».

Value Measures	Stock Portfolio	Bmark	Cat Avg
Price/Prospective Earnings*	11,77	18,46	16,40
Price/Book*	1,24	1,79	1,86
Price/Sales*	0,38	0,82	0,70
Price/Cash Flow*	4,20	7,89	6,62
Dividend Yield %*	1,20	2,20	1,91

Figure 25 : Mesures de la valeur des sociétés composant Talence Sélection PME au 30 juin 2015 – Source : Morningstar Direct

Le ratio Price / Prospective Earnings (P/PE) représente le cours d'une action par rapport aux bénéfices passés pour chaque titre. Nous pouvons remarquer qu'il existe une grande différence entre le ratio P/PE du portefeuille et celui du benchmark et de la moyenne des autres fonds. Cet indicateur peut être appréhendé de différentes manières. Si ce ratio est élevé, cela peut signifier que les investisseurs sont prêts à investir dans un titre cher car ils envisagent une bonne croissance des rendements futurs. A l'inverse, un ratio faible peut aussi être représentatif d'une société sous-valorisée. Ici, cette différence peut s'expliquer par le fait que Talence Sélection PME est spécialisé dans les sociétés de micros et petites capitalisations alors que le benchmark et les autres fonds sont plus tournés vers les petites et moyennes valeurs. Cet investissement spécifique est réalisé dans des sociétés plus confidentielles, moins suivies et qui peuvent présenter une sous-valorisation plus évidente que dans le cadre de sociétés de capitalisation plus importante. Cette donnée peut être représentative d'une gestion de conviction basée sur une analyse des fondamentaux des sociétés.

Le ratio Price / Book est déterminé comme la moyenne pondérée des ratios Price / Book de l'ensemble des sociétés constituant le fonds. La « book value » d'une société représente la somme des actifs d'une société, diminuée de ses engagements. Ce ratio, établi à 1.24 pour Talence Sélection PME, est plus faible que celui du benchmark et de la moyenne des autres fonds. Il s'agit d'un point positif et recherché par les investisseurs. Le ratio Price / Sales, représentatif du montant que paye un investisseur pour chaque euro généré par la société se doit d'être le plus faible possible, afin de mettre en avant une sous-évaluation de la société. Talence Sélection PME possède un ratio plus faible que le benchmark et la moyenne des autres fonds, ce qui est un point positif caractéristique d'investissements spécifiques ; ce constat est également retrouvé dans le ratio Price / Cash Flow.

A l'inverse, Talence Sélection PME investit dans des sociétés ayant un faible niveau de dividendes de seulement 1.20%, inférieur au niveau du benchmark et de la moyenne des autres fonds. Ce résultat est néanmoins cohérent avec les autres ratios. Le fonds recherche majoritairement des sociétés de micros capitalisations ; ces sociétés sont généralement en phase de développement et ne distribuent

que peu de dividendes. Avec Amundi Actions France, nous pourrions observer que le niveau de ces différents ratios est totalement différent du fait d'un champ d'investissement différent.

Talence Sélection PME présente des indicateurs de performance caractéristiques d'un fonds spécialisé dans les micros et les petites valeurs. Les sociétés qui composent le portefeuille ne versent que peu ou pas de dividendes et elles présentent des indices de « cherté » assez intéressants, qui peuvent néanmoins être traduits comme le signe d'un désintérêt des autres investisseurs ou de mauvaises prévisions de croissance. Selon la vision de chacun, l'interprétation de ces indices peut se révéler totalement opposée : certains verront une opportunité à saisir, quand d'autres imagineront une valeur en déclin.

Amundi France Actions vs SBF 120 NR

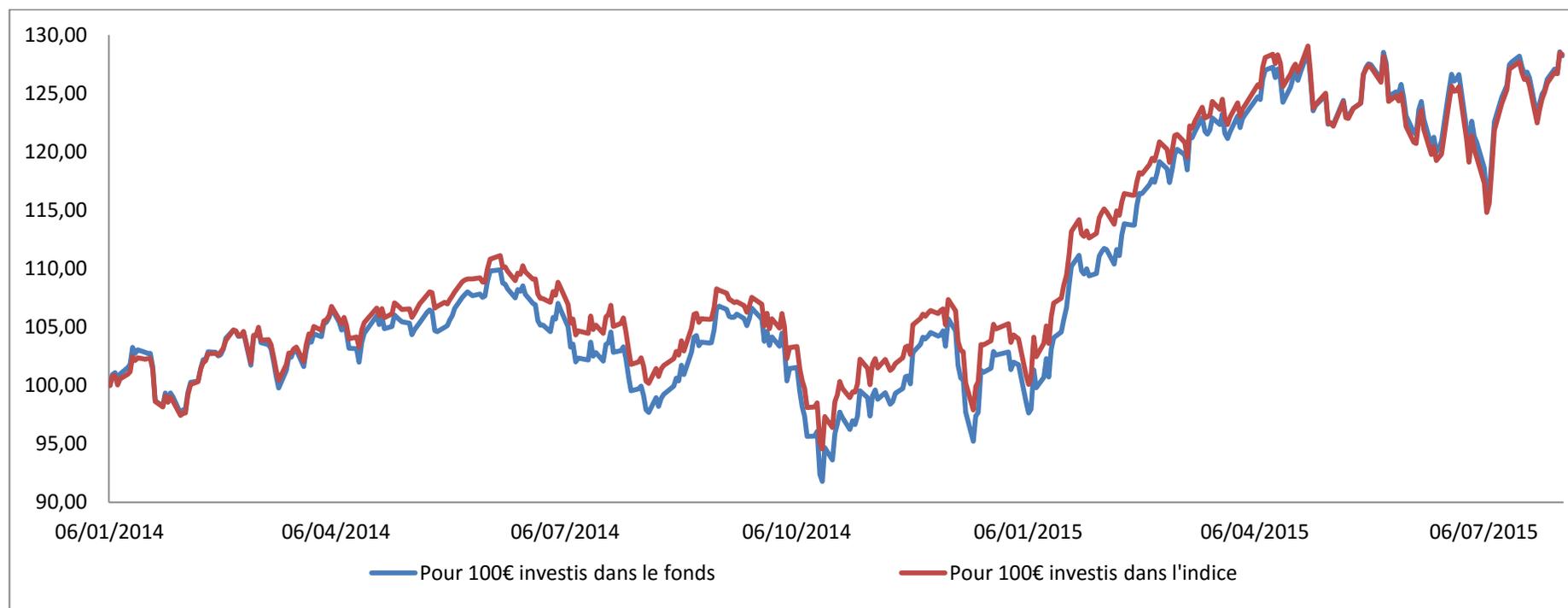


Figure 26 : Evolution de la rentabilité d'Amundi Actions France et de son benchmark du 06.01.2014 au 06.08.2015 – Données pour la réalisation du graphique issues de AbcBourse.com

L'analyse de la performance d'Amundi Actions France débute également au 06 janvier 2014 qui est la date de création du fonds Talence Sélection PME. Ce choix de périodicité est fait dans le but de faciliter la comparaison des données. Sur la période, la performance d'Amundi Actions France a été de 28,20% contre 28,32% pour son indice de référence, le SBF 120 NR. A la vue de ce graphique, on remarque que le fonds et son benchmark évoluent de façon extrêmement similaire, l'évolution de leurs performances étant même quasiment identique depuis le mois de mai 2015. Ce constat peut s'expliquer par le fait que le champ d'investissement du fonds est assez restreint ; mécaniquement, son évolution sera donc semblable à celle de son indice de référence.

	FONDS	BENCHMARK
PERFORMANCE		
Performance depuis le 6 janvier 2014	28,20%	28,32%
Performance depuis le début de l'année	25,96%	23,40%
Performance depuis 1 an	30,92%	27,84%
Performance sur le mois de juillet 2015	2,94%	3,71%
PERFORMANCE RELATIVE		
Ecart depuis le 6 janvier 2014	-0,12%	
Ecart depuis le début de l'année	2,56%	
Ecart depuis 1 an	3,08%	
Ecart sur le mois de juillet 2015	-0,77%	
INDICATEURS DE PERFORMANCE		
Gain maximal	40,07%	36,47%
Perte maximale	-16,46%	-14,90%

Figure 27 : Mesures de performances pour le fonds Amundi Actions France – Calculs effectués à partir des données de AbcBourse.com⁴³

Les figures 26 et 27 mettent toutes les deux en avant le fait que le fonds réplique quasi-parfaitement son indice de référence ; le fonds surperforme ou sous performe régulièrement mais légèrement le benchmark. Les performances sont très proches sur les différentes périodes étudiées et sont très satisfaisantes. Le gain maximal est meilleur pour le fonds que pour son indice mais la perte maximale est moins bonne pour le fonds. Au-delà du résultat, il est intéressant de noter que la perte et le gain maximaux sont issus d'opérations réalisées le même jour, pour le fonds et pour son indice :

- Le gain maximal résultera d'une souscription au 16 octobre 2014 (à 91,79€ pour le fonds et 94,56€ pour l'indice) et d'un rachat au 27 avril 2015 (à 128,57 € pour le fonds et 129,05€ pour l'indice).
- La perte maximale résultera d'une souscription au 10 juin 2014 (à 109,88€ pour le fonds et 111,12€ pour l'indice) et d'un rachat au 16 octobre 2014 (à 91,79 € pour le fonds et 94,56 € pour l'indice).

Le fait que les dates coïncident exactement entre le fonds et son indice montrent que l'évolution des deux produits est très semblable, voire confondue.

L'analyse de Morningstar permet de situer la performance du fonds par rapport à son benchmark⁴⁴ et par rapport à la moyenne des autres fonds de la même catégorie.

	% of Portfolio	% Bmark	% Cat Avg
ROIC	7,37	7,78	7,41

⁴³ L'ensemble des calculs réalisés sont basés sur les valeurs liquidatives quotidiennes du fonds et les cours de clôture quotidiens de l'indice SBF 120 NR.

⁴⁴ Pour ses analyses, Morningstar utilise le CAC40 NR comme indice de référence.

Nous pouvons noter que le ROIC du fonds est légèrement inférieur à celui du benchmark et de la moyenne des autres fonds ; la différence étant toutefois minime. La rentabilité est supérieure pour Amundi Actions France par rapport à Talence Sélection PME avec près d'un point de différence.

Value Measures	Stock Portfolio	Bmark	Cat Avg
Price/Prospective Earnings*	17,54	16,63	16,94
Price/Book*	1,53	1,53	1,55
Price/Sales*	0,80	0,94	0,83
Price/Cash Flow*	7,43	7,96	7,37
Dividend Yield %*	2,62	3,08	2,75

Figure 28 : Mesures de la valeur des sociétés composant Amundi Actions France au 31 mai 2015 – Source : Morningstar Direct

Les résultats ne sont pas surprenants : pour tous les ratios, la valeur obtenue par le fonds est très similaire à celle du benchmark ou à celle de la moyenne des autres fonds. A la vue des performances du fonds et de son indice de référence, ces résultats étaient prévisibles. Pour qu'Amundi Actions France reproduise aussi fidèlement l'évolution de son benchmark, il est nécessaire que les investissements réalisés représentent précisément la répartition de l'indice. Cela met en lumière le fait que les fonds grandes capitalisations ont une marge de manœuvre plus limitée que les fonds spécialisés dans les petites et moyennes valeurs. En effet, leur champ d'intervention est beaucoup plus restreint avec seulement quelques dizaines de valeurs correspondant à leur stratégie (40 valeurs pour le CAC40 et au maximum 120 pour le SBF120) ; à l'opposé, les fonds Mid & Small Caps peuvent investir dans des centaines de valeurs différentes.

Le ratio Price / Prospective Earnings s'établit 17,54 pour le fonds ; ce résultat est plus élevé que pour Talence Sélection PME (ratio à 11,77). Cette différence s'explique par le fait qu'Amundi Actions France limite ses investissements aux sociétés connues et suivies des analystes. Ces dernières sont souvent très recherchées par les investisseurs ; les opportunités de sous-valorisations sont donc rares. Le rendement en dividende, établi à 2,62% pour le fonds est deux fois supérieur à celui observé dans le fonds Small Caps. Cette donnée est liée au fait que les sociétés de grandes capitalisations versent de forts taux de dividendes avec une moyenne de 3,02% pour les valeurs du CAC40 (cf. Annexe 5).

Les deux fonds étudiés ont eu des performances satisfaisantes sur les dernières années, par rapport à leurs indices de références. Alors qu'Amundi Actions France réplique fidèlement son indice de référence, Talence Sélection PME le sous-performe légèrement. Cette observation est liée au segment d'investissement de chacun des fonds ; il est toujours plus aisé de reproduire l'évolution de 40 valeurs plutôt que de 900 valeurs. Les éléments comptables de chacune des sociétés en portefeuille permettent d'expliquer, en partie, l'origine de ces performances. Alors que Talence Sélection PME privilégie les sociétés plus « confidentielles », présentant une possible sous-valorisation, Amundi Actions France favorise les valeurs de rendements, suivies par les analystes et

recherchées par les investisseurs. Il est évident que l'analyse des performances d'un produit ne peut être appréhendée qu'avec une analyse des risques sur l'horizon temporel étudié.

3.3. Analyse des indicateurs de risques

Comme pour l'analyse de performance, le risque peut s'appréhender de différentes façons. Au-delà des simples risques présentés par les prospectus des fonds : risque de perte en capital, risques actions, risque de taux ou encore risque de crédit, de nombreux indicateurs relatifs ont été développés. Ces derniers sont aussi nombreux que subjectifs ; la méthode la plus courante consistant à étudier le risque d'un fonds par rapport à son benchmark. Cela permet de déterminer si la rentabilité dégagée par ce produit est suffisante, au regard du risque qu'il présente. Notons que pour l'étude actuelle, nous nous basons sur un fonds éligible au dispositif du PEA-PME, qui n'existe que depuis quelques mois. L'analyse du risque porte donc sur une période d'une seule année, ce qui est assez limité. Les résultats obtenus seront donc à analyser en fonction de ce contexte d'historique réduit. Enfin, les principaux ratios utilisés, tels que le ratio de Sharpe ou de Sortino, se basent sur des données historiques ; ils ne représentent en aucun cas les risques futurs d'un produits.

Talence Sélection PME vs CAC Small NR

Risque 1 an en calcul quotidien Sélection PME			
<small>Période: 01/08/2014 à 31/07/2015</small>			
<small>Benchmark de calcul: Euronext Paris CAC Small NR EUR</small>			
	Inv.	Bmk 1	+/- Bmk1
Performance	18,37	24,77	-6,40
Volatilité	14,23	13,78	0,45
Perte maximale	-17,01	-15,14	-1,87
Alpha	-5,03	0,00	-5,03
Bêta	0,94	1,00	-0,06
R Carré	84,27	100,00	-15,73

Figure 29 : Ratios de risque de Talence Sélection PME du 01.08.2014 au 31.07 2015 – Source : Morningstar Direct

La performance du fonds Talence Sélection PME est inférieure à celle de son indice de référence, un investisseur privilégiera donc ce fonds si il est moins risqué que l'indice.

La volatilité est l'un des indicateurs les plus regardés par les investisseurs qui souhaitent appréhender le risque d'un produit ; elle représente la dispersion des valeurs liquidatives (dans le cas d'un fonds) par rapport à la moyenne des valeurs annuelles. Ici, la volatilité du fonds Talence Sélection PME est plus élevée que celle du benchmark ; le fonds est donc plus risqué au regard de cette première donnée. Il s'agit d'un élément négatif du fait que le fonds sous-performe son indice de référence ; en revanche notons que l'écart de volatilité est faible, le risque du fonds n'est donc pas démultiplié par rapport au risque de l'indice. La volatilité sur la période observée (du 1 août 2014 au 31 juillet 2015) a été élevée sur l'ensemble des marchés du fait de nombreux évènements macroéconomiques ayant affecté toutes les valeurs : crise grecque, euphorie boursière du début

d'année 2015, baisse des prix des matières premières ou encore lancement de la politique de Quantitative Easing par la Banque Centrale Européenne.

L'alpha représente la sur ou sous-performance du fonds par rapport à ce qui est attendu par l'investisseur compte tenu du niveau de risque et est mesuré comme suit :

$$\alpha = \bar{r}_P - [r_f + \beta_P(\bar{r}_M - r_f)]$$

Avec :

\bar{r}_P : l'espérance de rentabilité du portefeuille

r_f : le taux sans risque (EONIA au taux des obligations d'Etat à 10 ans)

β_P : le bêta du portefeuille

\bar{r}_M : l'espérance de rentabilité du marché

Un alpha négatif, comme c'est le cas pour Talence Sélection PME, signifie que le fonds sous-performe l'indice, compte tenu du niveau de risque pris. Cette mesure confirme les résultats présentés ci-dessus.

Le Bêta de 0,94 indique que le fonds a tendance à atténuer les mouvements haussiers ou baissiers de son indice de référence. Ainsi, quand l'indice monte de 1%, le fonds lui n'évolue que de 0,94%. A l'inverse, quand l'indice baisse de 1%, le fonds limite ce phénomène à -0,94%. Cette donnée représente un produit qui serait moins volatil que son benchmark, ce qui va à l'encontre des résultats exposés ci-dessus. Il est néanmoins nécessaire de rappeler que l'horizon d'étude n'est que d'une année, ce qui peut expliquer certaines incohérences.

Le R Carré, appelé également coefficient de détermination, « reflète le pourcentage des mouvements d'un fonds qui peuvent être expliqués par les mouvements de son indice benchmark »⁴⁵. Plus le R² est proche de 100, plus cela signifie que les évolutions du fonds sont expliquées par les évolutions de l'indice. A 84,27, le R² de Talence Sélection PME est assez élevé mais propose une opportunité de diversification intéressante : 15,73% de son risque peut être éliminé par diversification.

En dehors de l'ensemble de ces indicateurs, le ratio de Sharpe reste l'un des plus suivi par les investisseurs et illustre la rémunération du risque pris. Ce dernier représente l'excès de rentabilité du portefeuille par rapport au taux sans risque, rapporté à la volatilité du portefeuille. Calculé et présenté dans le reporting du fonds publié au 31 juillet 2015, le ratio de Sharpe depuis la création du fonds s'élève à 1,16⁴⁶. Ce résultat, supérieur à 1, signifie que le portefeuille surperforme un placement sans risque et que l'excédent de rentabilité est suffisant au regard du risque pris.

Enfin l'écart de suivi, ou tracking-error qui représente la volatilité de la différence entre la performance d'un fonds et de son benchmark s'élève à 6,44 selon Morningstar Direct. Nous pourrions comparer cette donnée avec Amundi Actions France qui a un écart de suivi plus faible à 3,09. Cela

⁴⁵ Glossaire Morningstar, R², <http://www.morningstar.fr/fr/glossary/101397/r%C2%B2.aspx>

⁴⁶ Talence Gestion, Talence Sélection PME – Reporting juillet 2015, <http://www.talencegestion.fr/upload/File/Reporting%20FCP/talence-selection-pme-juillet-2015.pdf>

s'explique encore une fois par le fait que le fonds grandes capitalisations représente plus fidèlement son indice de référence, à la différence du fonds petites et moyennes valeurs.

L'ensemble des éléments présentés ci-dessus permet d'établir une analyse chiffrée amenant à déterminer si la performance du fonds est suffisante au regard du risque pris. Pour Talence Sélection PME, la réponse semble être nuancée : le fonds ne propose pas une rentabilité suffisante au regard du risque pris. Néanmoins, il est important de repositionner ces analyses dans le contexte de l'étude. Les données sont issues d'une observation sur une seule année, pour un fonds nouvellement créé : une analyse sur une période plus longue apporte des résultats plus fins. De plus, Talence Sélection PME, de part ses investissements dans les micros et petites valeurs, ne réplique pas parfaitement son indice de référence ; la comparaison entre ces deux produits n'est donc pas toujours opportune. Pour un investissement dans un tel FCP, le souscripteur, au-delà des ratios traditionnels, doit considérer les autres risques présentés par les investissements. Parmi eux, nous noterons la faible liquidité de certains titres, qui peut empêcher le gérant de vendre une ligne rapidement. Cet élément, bien que difficilement chiffrable, est cependant bien plus pertinent que l'analyse de ratios plus théoriques. Au regard de la composition du portefeuille, le degré de diversification est assez élevé et aucune des valeurs ne représente plus de 3,50% de l'actif du fonds (contre près de 7% pour Amundi Actions France).

Amundi Actions France vs CAC 40 NR

L'ancienneté d'Amundi Actions France permet d'analyser les facteurs de risque sur une période plus longue, apportant ainsi des résultats plus précis.

3 Year Volatility Measures 07-31-2015				
	Standard Deviation	Mean	Sharpe Ratio	Sortino Ratio
Fund	12,62	21,33	1,60	3,50
Index	11,84	18,38	1,48	3,10
Category	11,43	18,37	1,53	3,29

Figure 30 : Ratios de risque d'Amundi Actions France sur 3 années – Source : Morningstar Direct

L'analyse de la volatilité (représentée par l'Ecart Type, ou Standard Deviation), du Ratio de Sharpe et du Ratio de Sortino sera basée sur une période de 3 ans : du 1 août 2012 au 31 juillet 2015. L'exploitation des résultats sera donc plus précise que dans le cas de Talence Sélection PME.

Avec une volatilité de 12,62, Amundi Actions France est plus volatil que son indice et les autres fonds de la même catégorie. Sur cette période de trois ans, le fonds surperforme nettement son indice de

référence : 78,59% contre 68,91% pour le benchmark⁴⁷. Le surplus de volatilité semble assez faible au regard de la surperformance du fonds. La volatilité du produit est maîtrisée par rapport à la rentabilité.

Le ratio de Sharpe s'établit au niveau élevé de 1,60 et est supérieur au benchmark et à la moyenne des autres fonds. Comme pour Talence Sélection PME, Amundi Actions France surperforme un placement sans risque et l'excès de risque pris est cohérent au regard de la rentabilité.

Le ratio de Sortino exclut quant à lui la volatilité à la hausse pour ne conserver que la volatilité à la baisse, représentative de la véritable crainte des investisseurs. Avec une valeur bien supérieure à 1, cela signifie que la rentabilité dégagée par le fonds est supérieure au risque pris. Il s'agit d'un élément positif en faveur d'Amundi Actions France.

Au regard de ces premiers résultats, Amundi Actions France semble présenter un risque en totale adéquation avec sa rentabilité sur trois ans. La volatilité du fonds, bien que supérieure à celle du benchmark, s'explique par un excès de rendement et les ratios de Sharpe et Sortino sont tous les deux positifs et bien supérieurs à 1 : cela indique une rémunération du risque pris satisfaisante et cohérente.

Risque 1 an en calcul quotidien Amundi France			
<small>Période: 01/08/2014 à 31/07/2015</small>			
<small>Benchmark de calcul: Euronext Paris SBF 120 NR EUR</small>			
	Inv.	Bmk 1	+/- Bmk1
Performance	25,27	22,12	3,15
Volatilité	23,19	22,34	0,85
Perte maximale	-14,05	-12,67	-1,38
Alpha	2,67	0,00	2,67
Bêta	1,00	1,00	0,00
R Carré	94,06	100,00	-5,94
Ratio de Sharpe (arith.)	0,28	0,07	0,21
Écart de suivi	3,09	0,00	3,09

Source: Morningstar Direct

Figure 31 : Ratios de risque d'Amundi Actions France du 01.08.2014 au 31.07.2015 – Source : Morningstar Direct

Comme pour Talence Sélection PME, certains ratios sont déterminés sur une période d'une année, du 1 août 2014 au 31 juillet 2015. Bien que nous ayons déjà analysé la volatilité du fonds sur une période plus pertinente de trois ans, il est intéressant de noter que la volatilité sur cette courte période est près de deux fois supérieure à la volatilité sur 3 ans. Cela est dû, comme nous avons pu le mentionner auparavant, aux différents événements macroéconomiques qui ont affecté les places financières mondiales ces derniers mois.

L'une des données intéressante à étudier pour Amundi Actions France est le Bêta, qui se situe à 1. C'est un autre indicateur représentant la parfaite corrélation qui existe entre le fonds et son

⁴⁷ Amundi Asset Management, Amundi Actions France, https://www.amundi.fr/fr_part/product/view/FR0000944696?xtmc=amundi%20actions%20france&xtcr=1&xtmcr=1

benchmark : quand l'indice évolue de 1%, le fonds évolue lui aussi de 1%. Les actifs contenus dans le fonds sont donc très similaires à ceux du benchmark. Le R^2 est plus élevé que pour Talence Sélection PME, le potentiel de diversification avec ce fonds est donc moindre et s'élève à 5,96%. Alors que l'écart de suivi était de 6,44 pour Talence Sélection PME, il n'est que 3,09 pour Amundi Actions France, signe d'une gestion plus « passive ».

Alors qu'il était de 1,60 sur trois ans, le ratio de Sharpe n'est ici que de 0,28 ; cela confirme le fait que l'analyse d'un tel ratio sur une période courte n'est pas toujours appropriée et peut mener à des conclusions erronées.

Outre les risques présentés par ces ratios, il est pertinent de prendre en compte la composition du portefeuille. En effet, les trois lignes principales représentent à elles seules près de 20% de l'actif total du portefeuille. Cette donnée monte à 27,58% pour les cinq premières lignes, contre seulement 15,7% pour Talence Sélection PME (cf. Annexes 7 et 8). Un événement macroéconomique majeur impactera donc fortement la volatilité d'Amundi Actions France, du fait du poids très fort des lignes principales du portefeuille.

Les deux fonds sélectionnés évoluent sur le même type d'actif risqué : les actions, expliquant leur classification SRRI à 6 sur une échelle de 7. Cet élément est le premier à prendre en compte avant toute décision d'investissement. En dépit de toutes les analyses chiffrées qui peuvent être effectuées, les FCP Actions sont des produits risqués, soumis aux aléas des marchés. Ils ne peuvent correspondre qu'à un investissement raisonné, diversifié et sur un horizon long terme d'au moins cinq années. Dès lors que le profil de risque de l'investisseur potentiel est déterminé, il est nécessaire de trouver le produit le plus avantageux pour ce dernier parmi les milliers de fonds existant, en termes de risque et de rendement.

Le fonds Amundi Actions France, spécialisé dans les sociétés de grandes capitalisations, bénéficie d'une ancienneté exceptionnelle de plus de 40 ans et connaît régulièrement des performances supérieures à celles de son indice de référence, le SBF 120. Au vu des indicateurs de risques étudiés, la rentabilité proposée par ce produit semble très satisfaisante pour un investisseur potentiel ayant un horizon d'investissement de plusieurs années. Le fonds réplique les évolutions du benchmark de façon très précise, grâce à une allocation d'actifs assez proche de celle proposée par le SBF 120 ou le CAC 40. En misant sur des valeurs de rendements, très suivies des analystes et recherchées par les investisseurs, Amundi Actions France assure un futur assez stable pour les investisseurs à la recherche de sociétés déjà bien installées. La méthode du stock-picking utilisée par les gérants ne semble cependant pas tout à fait correspondre aux risques liés aux investissements du fonds. En effet, la valorisation des grandes capitalisations est étroitement liée à l'évolution des grandes tendances macroéconomiques favorisant ainsi une approche top-down.

Talence Sélection PME, de part ses investissements dans les micros et petites capitalisations, mise d'avantage sur les valeurs de croissance ; le faible taux de dividende illustre cette ambition. L'un de ses atouts réside dans son éligibilité au PEA-PME. En dépit d'une sous-performance régulière de l'indice de référence, le fonds connaît une progression depuis sa création même si celle-ci pourrait

être plus élevée au vu des risques. Il est cependant délicat d'analyser le risque d'un fonds sur une période de seulement une année, les ratios pouvant évoluer de façon très significative selon la période. Pour un tel investissement, d'autres critères de risques sont à prendre en compte et notamment la liquidité des titres en portefeuille. De plus, la qualité du gérant sera d'autant plus importante à suivre du fait que l'univers d'investissement est très large et que les sociétés sont souvent plus confidentielles et peu suivies des analystes.

Conclusion

Dans un sujet mêlant trois protagonistes différents, les attentes et les craintes de chacun ont un impact sur l'ensemble des intervenants.

Les ménages français représentent le cœur de cette analyse ; ce sont eux qui possèdent l'épargne et donc les capitaux qui peuvent être investis dans les PME et ETI. En dépit de mesures fiscales avantageuses destinées à favoriser l'investissement sur les marchés financiers, les particuliers ne semblent encore pas prêts à déplacer leurs économies en faveur de produits risqués. Cependant, la baisse récente du taux du Livret A devrait avoir un impact positif à court ou moyen terme. Dès lors que ce mouvement sera enclenché, il sera du ressort des professionnels de la finance d'orienter cette épargne en faveur du financement des PME et ETI. Cette tendance ne pourra être rendue possible qu'à travers la création de nouveaux fonds dédiés aux petites et moyennes valeurs, du fait d'une faible connaissance des particuliers en matière de marchés financiers, associée à une forte aversion au risque.

L'instauration de nouveaux marchés et la mise en place d'indices spécifiques sont deux indicateurs illustrant l'intérêt des professionnels des marchés financiers pour le segment des Small & Mid Caps. Ces innovations facilitent le processus d'introduction en bourse pour certaines sociétés. Cependant, force est de constater que l'instabilité boursière reste encore l'un des principaux freins aux IPO. Les années 2014 et 2015 illustrent parfaitement cette volatilité, amenant les investisseurs à avoir des comportements irrationnels. La dimension psychologique des marchés ainsi qu'une actualité macroéconomique internationale extrêmement dense sont deux éléments très difficiles à appréhender, pourtant à l'origine de la plupart des mouvements boursiers.

La nécessité d'accompagner le développement des PME et ETI reste l'un des défis majeurs pour relancer l'économie. Les obstacles techniques et culturels sont encore nombreux mais la multiplication des mesures devrait finir par avoir un impact positif sur la réorientation de l'épargne. Les pouvoirs publics ainsi que les investisseurs institutionnels doivent représenter le moteur d'un nouveau dynamisme, favorisant l'accès des PME et ETI aux marchés financiers. Alors que les mesures se succèdent, il sera intéressant d'étudier l'évolution du PEA-PME dans les années futures. Les éventuels changements politiques vont-ils permettre une continuité du dispositif mis en place ?

Outre l'émission d'actions, une société peut avoir recours à l'appel public à l'épargne par le biais d'un emprunt obligataire. Ce mécanisme, qui ne permet pas de rééquilibrer le bilan, a cependant l'avantage de contourner le système du crédit bancaire traditionnel et d'apporter aux investisseurs des garanties plus fortes.

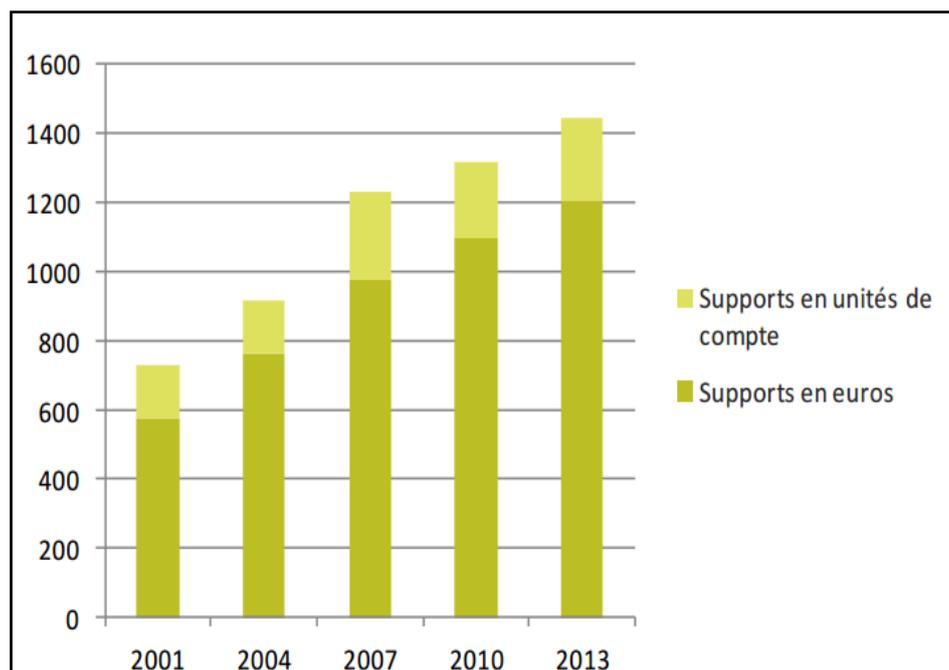
PEA-PME, ISF, TEPA, financement obligataire ou encore IPO : le succès de tous ces mécanismes et dispositifs ne pourra être assuré qu'avec une réorganisation et une simplification structurelle, permettant de rassurer l'ensemble des protagonistes.

Annexes

Annexe 1 : Evolution de la répartition des supports d'assurance-vie entre 2001 et 2013

Source : La Finance pour tous, « Chiffres clés – Epargne des ménages », dernière mise à jour le 01.07.2014,

http://www.lafinancepourtous.com/html/IMG/pdf/chiffres_cles/IEFP_epargne_menages.pdf



Annexe 2 : Composition du Collège de l'Autorité des Marchés Financiers au 31 mars 2015

Source : Site de l'Autorité des Marchés Financiers, le 24.03.2015,

http://www.amf-france.org/L-AMF/College/Presentation.html#title_paragraph_1

24 mars 2015 JOURNAL OFFICIEL DE LA RÉPUBLIQUE FRANÇAISE Texte 58 sur 80

Autorité des marchés financiers

Décision n° 536 du 16 mars 2015 portant composition des trois commissions spécialisées de l'Autorité des marchés financiers
NOR : AMFX1507079S

Le collège de l'Autorité des marchés financiers,
Vu le code monétaire et financier, notamment les articles L. 621-2 I et III, L. 621-5, L. 621-15 I et R. 621-3 ;
Vu le décret du 1^{er} août 2012 portant nomination de M. Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers ;
Vu le décret du 3 mars 2015 portant nomination de M. Patrick de Cambourg, président du collège de l'Autorité des normes comptables ;
Vu l'avis du 8 février 2015 relatif à la composition du collège de l'Autorité des marchés financiers .

Décide :

Art. 1^{er}. – Il est constitué trois commissions spécialisées ainsi composées :

Commission n° 1

Gérard Rameix, président.
Jean-Claude Hassan.
Robert Ophèle.
Jean-Claude Hanus.
Sophie Langlois.
Jean-Luc Enguéhard.

Commission n° 2

Gérard Rameix, président.
Martine Ract-Madoux.
Christian de Boissieu.
Helman le Pas de Sécheval.
Jean-Pierre Hellebuyck.
Sylvie Lucot.

Commission n° 3

Gérard Rameix, président.
Michel Camoin.
Patrick de Cambourg.
Thierry Philipponnat.
Bernard Coupez.
Christian Schricke.

Art. 2. – Ces trois commissions spécialisées sont habilitées à examiner les rapports d'enquête et de contrôle établis par les services de l'Autorité des marchés financiers et, le cas échéant, à décider l'ouverture d'une procédure de sanction. Cette habilitation est valable jusqu'au prochain renouvellement par moitié des membres de l'Autorité des marchés financiers.

Art. 3. – La présente décision, qui annule et remplace la décision n° 528 du 3 mars 2015, sera publiée au *Journal officiel* de la République française.

Fait à Paris, le 16 mars 2015.

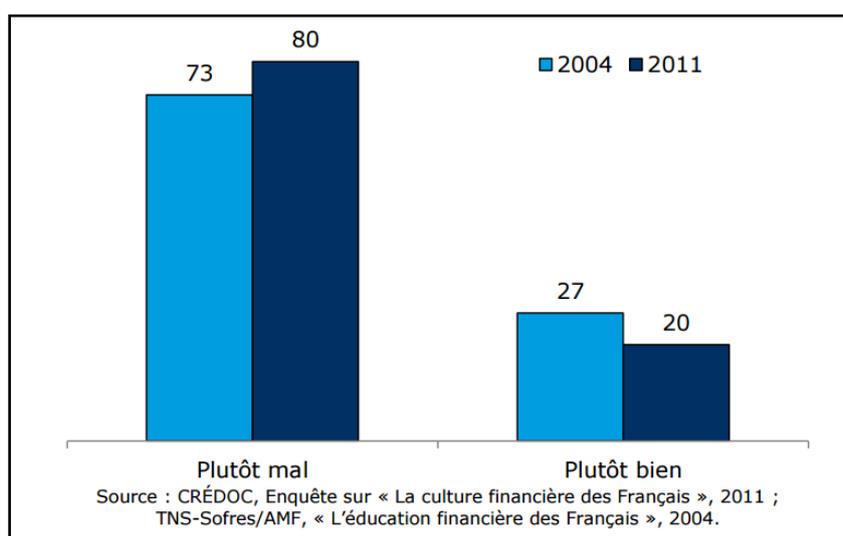
Pour le collège :
Le président,
G. RAMEIX

Annexe 3 : Présentation du parcours des 16 membres du Collège de l'AMF au 31 mars 2015

MEMBRE	PARCOURS
Gérard Rameix	Médiateur de Crédit
Jean-Claude Hassan	Conseiller d'Etat et Directeur Général de la Banque Worms
Robert Ophèle	Second Sous Gouverneur de la Banque de France
Jean-Claude Hanus	Directeur Juridique de PSA Peugeot Citroën
Sophie Langlois	Directrice Générale Déléguée de la Banque Internationale à Luxembourg
Jean-Luc Enguéhard	Président du Directoire de La Banque Postale AM
Martine Ract-Madoux	Présidente de la Cour de justice de la République
Christian de Boissieu	Universitaire et Economiste
Helman le Pas de Sécheval	Secrétaire Général de Véolia
Jean-Pierre Hellebuyck	Vice Président d'AXA IM
Sylvie Lucot	Vice Président aux Relations Internationales du Groupe Thalès
Michel Camoin	Membre de la Cour des Comptes
Patrick de Cambourg	Président d'Honneur du Groupe Mazars
Thierry Philipponnat	Secrétaire Général de l'ONG Finance Watch
Bernard Coupez	Président de la SFAF
Christian Schricke	Conseiller du PDG de la Société Générale

Annexe 4 : Réponse d'un panel à la question : « *Globalement, avez-vous le sentiment de vous y connaître plutôt bien ou plutôt mal dans le domaine des placements financiers? (en%)* »

Source : http://www.credoc.fr/pdf/Sou/La_culture_financiere_des_Francais_2011.pdf



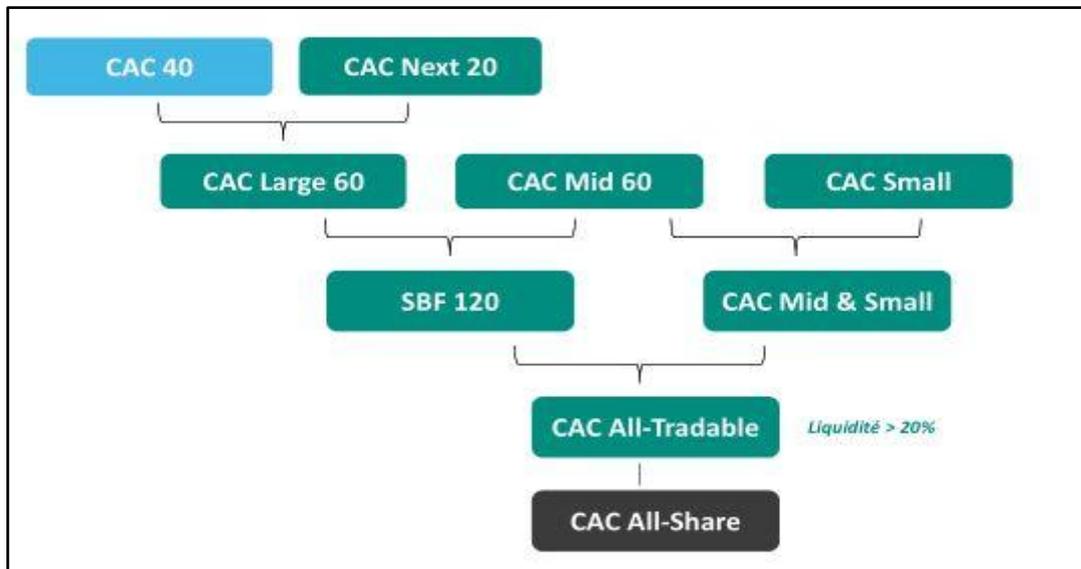
Annexe 5 : Rendement des valeurs du CAC 40 en 2014

Source des données : Tradingsat.com , Rubrique Dividendes de chacune des sociétés du CAC40

Société	Dividende 2014	Cours de clôture de l'exercice comptable	Rendement
ACCOR	0,95 €	37,34 €	2,54%
AIR LIQUIDE	2,55 €	102,85 €	2,48%
AIRBUS GROUP	1,20 €	41,35 €	2,90%
ALCATEL LUCENT	- €	2,97 €	0,00%
ALSTOM	- €	26,86 €	0,00%
ARCELORMITTAL	0,18 €	9,09 €	1,98%
AXA	0,95 €	19,21 €	4,95%
BNP PARIBAS	1,50 €	49,26 €	3,05%
BOUYGUES	1,60 €	29,98 €	5,34%
CAP GEMINI	1,20 €	59,48 €	2,02%
CARREFOUR	0,68 €	25,30 €	2,69%
CREDIT AGRICOLE	0,35 €	10,76 €	3,25%
DANONE	1,50 €	54,45 €	2,75%
ENGIE	1,00 €	19,43 €	5,15%
EDF	1,25 €	22,83 €	5,48%
ESSILOR INTERNATIONAL	1,03 €	92,68 €	1,11%
KERING	4,00 €	159,50 €	2,51%
L'OREAL	2,70 €	139,30 €	1,94%
LAFARGEHOLCIM	1,27 €	58,08 €	2,19%
LEGRAND	1,10 €	43,55 €	2,53%
LVMH	3,20 €	132,25 €	2,42%
MICHELIN	2,50 €	75,27 €	3,32%
ORANGE	0,60 €	14,15 €	4,24%
PERNOD RICARD	1,64 €	92,26 €	1,78%
PEUGEOT	- €	10,22 €	0,00%
PUBLICIS GROUPE	1,20 €	59,64 €	2,01%
RENAULT	1,90 €	60,53 €	3,14%
SAFRAN	1,20 €	51,25 €	2,34%
SAINT GOBAIN	1,24 €	35,23 €	3,52%
SANOFI	2,85 €	75,66 €	3,77%
SCHNEIDER ELECTRIC	1,92 €	60,61 €	3,17%
SOCIETE GENERALE	1,20 €	34,99 €	3,43%
SOLVAY	3,40 €	112,40 €	3,02%
TECHNIP	2,00 €	49,42 €	4,05%
TOTAL	2,44 €	42,52 €	5,74%
UNIBAIL RODAMCO	9,60 €	212,85 €	4,51%
VALEO	2,20 €	103,60 €	2,12%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	0,70 €	14,76 €	4,74%
VINCI	1,77 €	45,51 €	3,89%
VIVENDI	1,00 €	20,69 €	4,83%
		Moyenne	3,02%

Annexe 6 : Représentation des indices boursiers par représentatifs des capitalisations boursières

Source : Abcbourse.com, Les indices boursiers – Partie 1,
http://www.abcbourse.com/apprendre/1_les_indices_boursiers1.html



Annexe 7 : Présentation des 25 lignes les plus importantes du fonds Talence Sélection PME au 30 juin 2015

Source : Morningstar Direct

Equity View 06-30-2015				
Top 25 Holdings	% Portfolio Weight	Shares Owned	Shares Change	Sector
Chargeurs SA	3,37	55 000	0	🏢
Sword Group	3,32	18 500	0	🏢
Business & Decision	3,25	54 267	0	🏢
⊕ Devoteam SA	2,97	12 741	2 741	🏢
Cegedim	2,79	8 000	0	🏢
⊕ Aubay	2,68	20 550	2 500	🏢
Produits Chimiques Auxiliaires Synthese SA	2,59	72 000	0	🏢
Direct Energie	2,37	20 000	0	💡
Delta Plus Group	2,37	4 000	0	🏢
⊕ Valtech	2,36	30 906	9 265	🏢
Solutions 30 SA	2,10	14 000	0	🏢
Groupe Open	2,05	18 773	0	🏢
⊖ Interparfums	2,03	9 000	-1 000	🏢
Sqli SA comes Grouping	2,00	10 000	0	🏢
Poujoulat SA	1,98	5 800	0	🏢
Genomic Vision SA	1,93	15 000	0	⊕
Catering International Services	1,93	11 184	0	🏢
Sequana	1,93	50 000	0	🏢
High Co	1,91	41 110	0	🏢
MGI Digital Graphic Technology SA	1,88	6 606	0	🏢
Le Noble Age	1,86	10 030	0	⊕
April	1,80	16 000	0	⊕
Environnement SA	1,77	4 750	0	🏢
Aures Technologies	1,76	3 180	0	🏢
Groupe Pizzorno Environnement	1,75	12 254	0	🏢

Annexe 8 : Présentation des 25 lignes les plus importantes du fonds Amundi France Actions au 31 mai 2015

Source : Morningstar Direct

Equity View 05-31-2015				
Top 25 Holdings	% Portfolio Weight	Shared Owned	Shares Change	Sector
Sanofi	6,91	803 500	0	+
BNP Paribas	6,84	1 292 000	0	+
Total SA	6,23	1 405 000	0	+
⊖ Amundi 3 M I	3,81	37	-3	—
Societe Generale SA	3,79	923 000	0	+
AXA SA	3,48	1 572 000	0	+
Crédit Agricole	3,07	2 341 000	0	+
Carrefour	2,87	961 000	0	+
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	2,77	177 000	0	+
Essilor International SA	2,65	247 000	0	+
Legrand SA	2,43	491 000	0	+
Capgemini	2,42	318 000	0	+
Schneider Electric SE	2,40	362 000	0	+
Airbus Group SE	2,30	384 000	0	+
⊕ Alcatel-Lucent	2,18	6 200 000	4 020 000	+
Vivendi SA	2,17	972 500	0	+
Safran SA	2,17	349 500	0	+
⊕ Lafarge SA	2,01	324 000	105 000	+
Air Liquide(L')	1,84	163 000	0	—
Valeo SA	1,84	131 500	0	+
Rexel SA	1,80	1 116 000	0	+
Accor SA	1,76	366 000	0	+
Danone	1,65	274 200	0	+
⊕ Peugeot	1,65	900 000	250 000	+
Zodiac Aerospace	1,62	507 000	0	+



Autorisation de diffusion électronique d'un travail universitaire de niveau Master

Une école à l'université

L'AUTEUR

Je soussigné(e)..... MONTAGNAT Nicolas.....

Courriel pérenne : nicolas.montagnat@hotmail.fr.....

Attention : courriel à signaler si vous souhaitez le diffuser sur DUMAS

N'AUTORISE PAS la diffusion de mon mémoire

AUTORISE la diffusion de mon mémoire en texte intégral sur la base DUMAS

Diffusion immédiate du mémoire

Diffusion différée du mémoire : date de mise en ligne :
*(Embargo possible sur l'accès au texte intégral entre 15 jours et 10 ans.
 Pendant cette période, seule une notice bibliographique est visible)*

Je certifie que :

- mon mémoire est exempté d'éléments non libres de droit ou qui pourraient porter atteinte au respect de la vie privée.
- conformément à la loi "Informatique et libertés" du 6 janvier 1978 modifiée en 2004, je pourrai à tout moment demander modifier l'autorisation de diffusion que j'ai donnée par l'envoi d'une simple lettre ou un courriel au service documentaire de l'IAE.
- je renonce à toute rémunération pour la diffusion effectuée dans les conditions précisées ci-dessus.
- j'agis en l'absence de toute contrainte.

Fait à PARIS....., le 24/08/15.....

Signature de l'étudiant(e)
Précédée de la mention « bon pour accord »

Bon pour accord

www.iae-grenoble.fr

<p>IAE de Grenoble BP 47 - 38040 Grenoble Cedex 9 Tél. + 33 (0)4 76 82 59 27 accueil@iae-grenoble.fr</p>	<p>Site de Valence BP 29 - 26901 Valence Cedex 9 Tél. +33 (0)4 75 41 97 70/72 secretariat.valence@iae-grenoble.fr</p>	
---	--	--