

ANALYSE FINANCIERE

Étude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche de 2005 à 2017

Dans le cadre des travaux menés par la plateforme MiFIDVision¹, l'AMAFI a réalisé une étude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche sur la période allant de fin 2005 à fin 2017. Les résultats de cette étude sont présentés dans ce document.

Synthèse

L'analyse des données relatives à la couverture recherche des valeurs françaises entre fin 2015 et fin 2017 conduit à formuler plusieurs conclusions :

- **Sans surprise, l'intensité de la couverture des valeurs croît fortement avec leur capitalisation.** Ainsi, les valeurs de capitalisation comprise entre 10 et 150 M€ sont en moyenne couvertes par moins d'un analyste, tandis que celle dont la capitalisation est comprise entre 1 et 5 Mds€ sont en moyenne couvertes par presque 10 analystes.
- Corrigée des effets d'évolution de la valorisation moyenne du marché, **la couverture des valeurs françaises de moins de 1 Mds€ de capitalisation s'est globalement dégradée entre fin 2005 et 2017.** Ainsi, le taux de couverture moyen des valeurs de capitalisation comprise entre 150 M€ et 1 Mds€ est passé sur la période de 5,0 à 3,5.
- Une exception cependant **en ce qui concerne la classe de capitalisation 10 M€ / 150 M€ puisque sur la période 2007 / 2012, l'apparition de nouveaux acteurs en France a plus que compensé la disparition de prestataires historiques et a permis une intensification de la couverture.**

L'analyse met également en exergue **plusieurs facteurs de fragilité** de l'offre d'analyse financière sur les valeurs petites et moyennes :

- **Cette offre est essentiellement assurée par les acteurs locaux**, d'autant que les acteurs internationaux se sont plutôt désengagés de ce créneau au cours de la période observée. Il en résulte une dépendance plus grande aux conditions économiques locales.
- **Elle plus fortement concentrée**, créant un risque d'attrition d'autant plus grand en cas de désinvestissement de l'un des principaux acteurs alors que les 3 prestataires les plus actifs représentent 40% de l'offre sur les valeurs de moins de 1 Mds€ de capitalisation.
- Son évolution paraît largement dictée, et davantage que pour les capitalisations plus importantes, **par des phénomènes « plastiques »** (disparition d'acteurs historiques ou création d'acteurs nouveaux) plutôt que une adaptation « élastique » par laquelle les acteurs « stables » augmentent ou diminuent leur couverture.

Dans cet environnement, les nouvelles conditions économiques introduites par MiFID II pour les métiers d'analyse financière induisent un risque est fort que le phénomène « schumpetérien » qui a prévalu au cours des dix dernières années ne soit entravé, et qu'ainsi la disparition d'acteurs existants ne soit désormais plus « compensée » par l'émergence de nouveaux acteurs, compte tenu de la fragilisation grandissante de leurs modèles économiques.

¹ MiFIDVision est une initiative lancée en février 2018 par la SFAF et à laquelle participent l'AMAFI, l'AFG, Euronext, Paris Europlace, l'AMF et la DGT. Cette plateforme a pour objectif de mesurer les conséquences concrètes des nouvelles dispositions de MiFID II en matière de rémunération de la recherche, et le cas échéant de proposer des solutions permettant de dynamiser l'offre de recherche.

DONNEES ET METHODES UTILISEES

L'étude se fonde sur une extraction de données Bloomberg relative à 1 326 valeurs identifiées comme des actions françaises listées sur l'un des segments d'Euronext entre 2005 et fin 2017.

La base utilisée fournit :

- des éléments d'identification de la valeur (code ISIN et nom) ;
- la date de la première introduction en bourse (par convention au 01/01/2000 pour les valeurs introduites avant cette date) et la date éventuelle de retrait de la cote ;
- pour chaque ligne, l'année considérée,
- la classe de capitalisation à laquelle la valeur appartenait pour l'année considérée. 5 classes ont été distinguées : [0 – 10 M€], [10 – 150 M€], [150 – 1 000 M€], [1 000 – 5 000 M€] et [5 000 M€].

Pour une année donnée, la capitalisation moyenne a été calculée sur la base des éléments disponibles à la fin de chaque trimestre. D'une année à l'autre, afin d'éviter des effets de balancier (où la capitalisation d'une valeur évoluerait autour d'une des limites des 5 classes posées supra), un changement de classe de capitalisation n'est acté que lorsque la capitalisation de la valeur a dépassé de 25% au moins la limite haute ou basse de sa nouvelle classe d'appartenance. Ainsi, une valeur dont la capitalisation évoluerait de 140 M€ en année N à 155 M€ en année N+1 resterait associée à la classe [10 M€ – 150 M€].

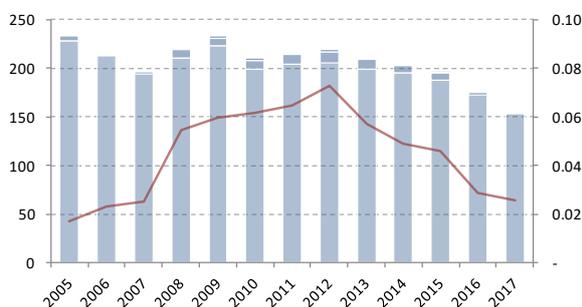
- le pays d'incorporation de l'émetteur ;
- le nom du cabinet et, en son sein, de l'analyste qui couvrirait le cas échéant la valeur l'année considérée, avec la date de la dernière publication. Ont été retirés les cabinets ne fournissant que de l'analyse technique ou de l'analyse chartiste. Ont également été ignorées, pour chaque fin d'année, les publications datant de plus d'un an.

RESULTATS DETAILLES ET ELEMENTS D'ANALYSE

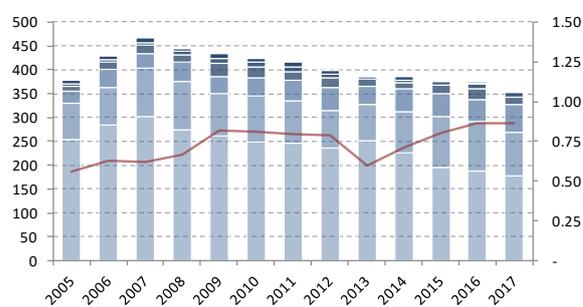
1. Évolution de l'intensité de couverture recherche des valeurs françaises par classe de capitalisation.

L'étude de la couverture recherche par classe de capitalisation fournit les éléments suivants :

Evolution historique de l'intensité du suivi par des analystes des valeurs françaises de capitalisation inférieure à 10 MEUR



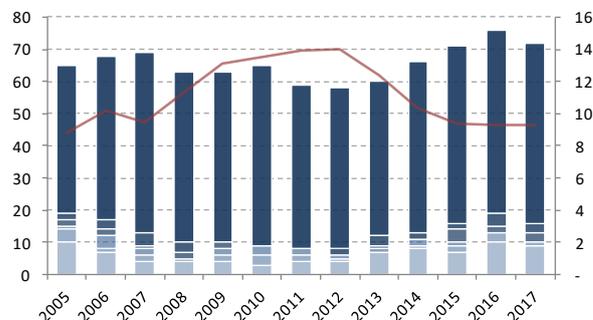
Evolution historique de l'intensité du suivi par des analystes des valeurs françaises de capitalisation comprise entre 10 MEUR et 150 MEUR



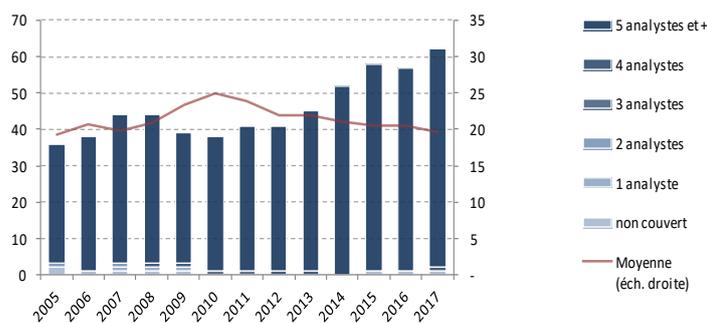
Evolution historique de l'intensité du suivi par des analystes des valeurs françaises de capitalisation comprise entre 150 MEUR et 1,000 MEUR



Evolution historique de l'intensité du suivi par des analystes des valeurs françaises de capitalisation comprise entre 1,000 MEUR et 5,000 MEUR



Evolution historique de l'intensité du suivi par des analystes des valeurs françaises de capitalisation supérieure à 5,000 MEUR



Quelques axes d'analyse peuvent être déduits de ces éléments.

a) Sans surprise, l'intensité de la couverture va croissante avec la capitalisation des valeurs.

Ainsi, si la couverture par des analystes financiers est quasi inexistante pour les valeurs de moins de 10 M€ de capitalisation, la moitié des valeurs de plus de 5 Mds€ de capitalisation sont couvertes par 20 analystes au moins.

Au 31 décembre 2017, l'état de la couverture pouvait être résumé par le tableau suivant :

En M€	0 – 10	10 – 150	150 – 1 000	1 000 – 5 000	+ 5 000
Couverture moyenne	0,03	0,87	3,0	9,3	19,7
Quantile 25%	0	0	1	5	17
Médiane	0	1	2	9	20
Quantile 75%	0	1	4	14	24
Valeurs non couvertes	98,1%	49,9%	19,5%	12,5%	1,6%
Valeurs couvertes par 1 analyste	1,3%	25,9%	12,3%	1,4%	0,0%

b) Hormis pour la classe [10 M€ – 150 M€], la période 2007 – 2012 semble avoir été marquée par un mouvement d'intensification de la couverture, et la période 2013 – 2017 par son attrition...

Les courbes donnant la couverture moyenne semblent, sauf pour la classe de capitalisation [10 M€ – 150 M€], avoir connu un maximum autour de 2012. De fait, l'évolution de différents facteurs semblent attester d'une intensification de la couverture entre 2007 et 2012, puis de sa dégradation :

En M€	0 – 10			10 – 150			150 – 1 000			1 000 – 5 000			– 5 000		
	2007	2012	2017	2007	2012	2017	2007	2012	2017	2007	2012	2017	2007	2012	2017
Couverture moyenne	0,03	0,07	0,03	0,62	0,79	0,87	4,1	4,6	3,0	9,4	14,0	9,3	19,2	22,0	19,7
Quantile 25%	0	0	0	0	0	0	0	1	1	6	10	5	15	18	17
Médiane	0	0	0	0	0	1	4	3	2	10	15	9	20	22	20
Quantile 75%	0	0	0	1	1	1	7	8	4	13	19	14	26	28	24
Valeurs non couvertes	98,0%	93,6%	98,1%	64,7%	59,4%	49,9%	25,7%	20,8%	19,5%	15,4%	6,9%	12,5%	5,6%	0,0%	1,6%
Valeurs couvertes par 1 analyste	1,5%	5,5%	1,3%	21,8%	19,3%	25,9%	9,1%	8,3%	12,3%	6,2%	1,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%

c) ... mais cette conclusion doit être fortement nuancée du fait de l'évolution de la composition de chacun des échantillons liée à la simple évolution des cours de bourse.

Pour chaque valeur, les règles d'appartenance aux classes de capitalisation ont été définies pour éviter une volatilité excessive dans les situations d'évolutions limitées et erratiques de la valorisation (cf. I.).

Toutefois, dans le cas d'une évolution durable et substantielle des valorisations, une part importante des valeurs peut migrer d'une classe de capitalisation à l'autre. Même avec une couverture de recherche inchangée pour chaque valeur unitaire, un tel effet de migration aura des effets potentiellement significatifs sur les performances observées pour les différentes classes de capitalisation. En effet :

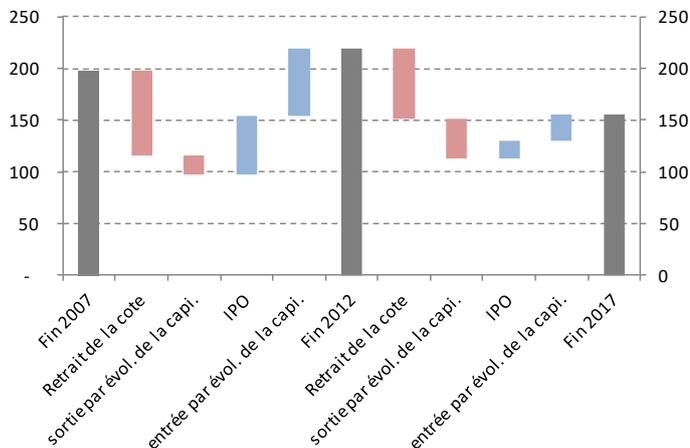
- dans un contexte de marché baissier, chaque classe de capitalisation va « se remplir par le haut » et « se vider par le bas », c'est-à-dire que des valeurs dont la capitalisation aura baissé vont rejoindre le haut de fourchette de la classe de capitalisation depuis la classe supérieure, tandis que des valeurs jusque là située dans le bas de fourchette de la classe de capitalisation vont pour la même raison la quitter pour rejoindre la classe inférieure. Le taux de couverture allant croissant avec la capitalisation des valeurs (cf. II.1), une telle évolution de la composition de la l'échantillon se traduira, toutes choses égales par ailleurs, par un accroissement visuel des mesures de couverture par l'analyse financière.
- Inversement, et pour des raisons symétriques, un marché haussier se traduira mécaniquement, pour chaque classe de capitalisation, par la dégradation des mesures de couverture par l'analyse financière.



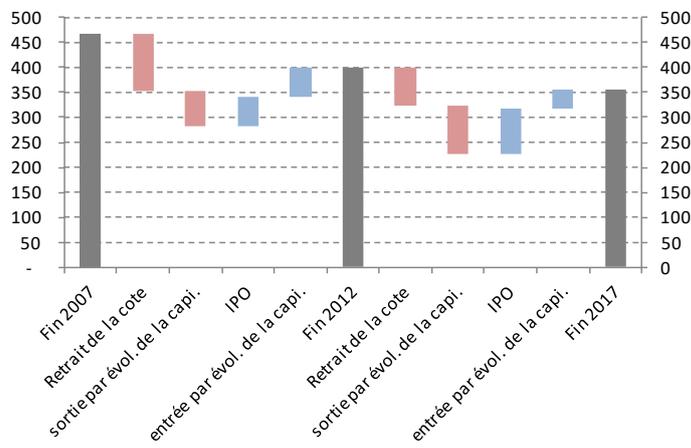
L'évolution du marché français, globalement baissier entre fin 2007 et fin 2012 (crise des *subprimes*, puis crise de la dette européenne), puis haussier jusque fin 2017, pourrait donc expliquer l'évolution constatée pour les mesures de couverture.

De fait, l'analyse de l'évolution de la population des valeurs par classe de capitalisation entre fin 2007 et fin 2012 d'une part, et entre fin 2012 et fin 2017 d'autre part, témoigne de l'importance des entrées et sorties de valeurs du fait de l'évolution de leur capitalisation.

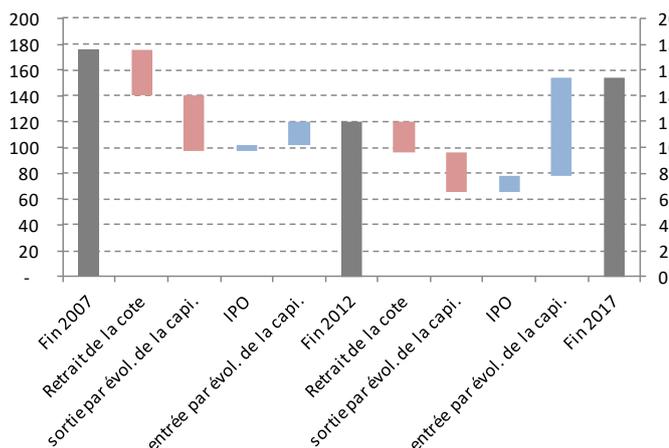
Evolution entre 2007 et 2017 de la population des valeurs françaises de capitalisation inférieure à 10 MEUR



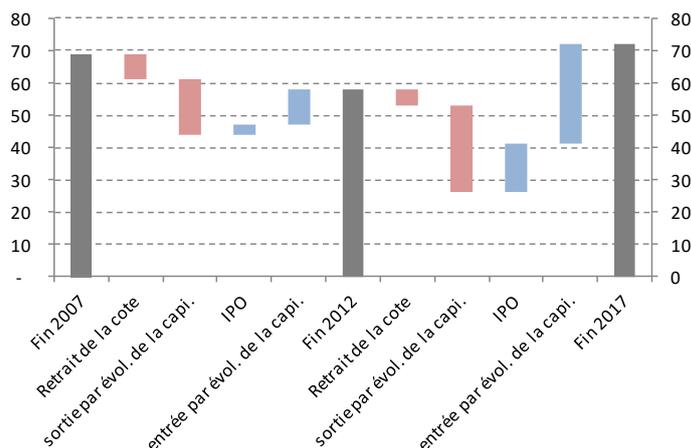
Evolution entre 2007 et 2017 de la population des valeurs françaises de capitalisation entre 10 MEUR et 150 MEUR



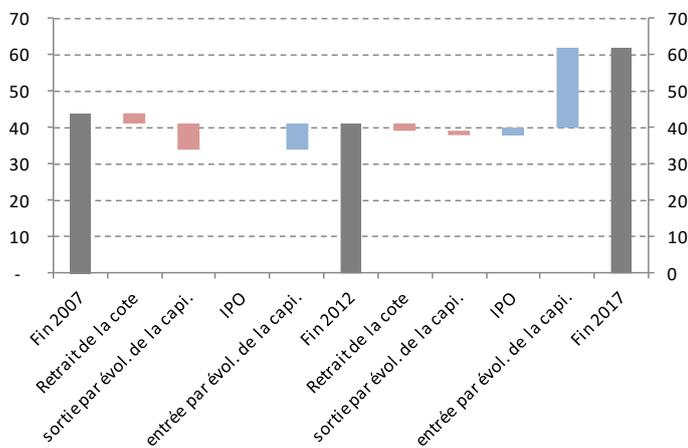
Evolution entre 2007 et 2017 de la population des valeurs françaises de capitalisation entre 150 MEUR et 1,000 MEUR



Evolution entre 2007 et 2017 de la population des valeurs françaises de capitalisation entre 1,000 MEUR et 5,000 MEUR



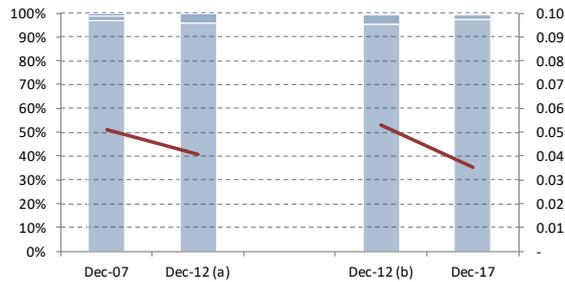
Evolution entre 2007 et 2017 de la population des valeurs françaises de capitalisation supérieure à 5,000 MEUR



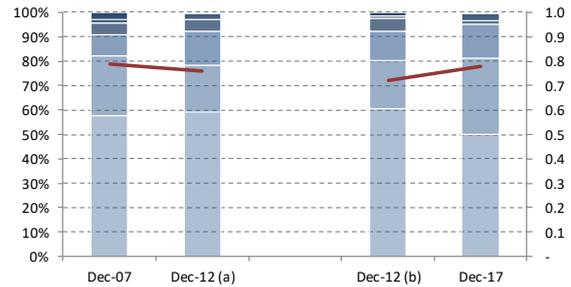
d) De fait, une analyse à population constante conduit à des conclusions assez différentes.

En retenant pour chaque classe de capitalisation la population des valeurs présentes à la fois fin 2007 et fin 2012, puis fin 2012 et fin 2017, on obtient les graphes suivants :

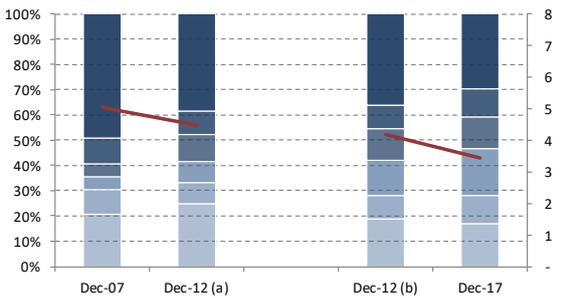
Evolution de l'intensité de la couverture des valeurs françaises de capitalisation inférieure à 10 MEUR, à population constante



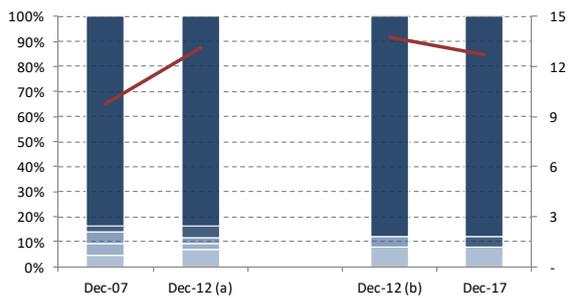
Evolution de l'intensité de la couverture des valeurs françaises de capitalisation comprise entre 10 MEUR et 150 MEUR, à population constante



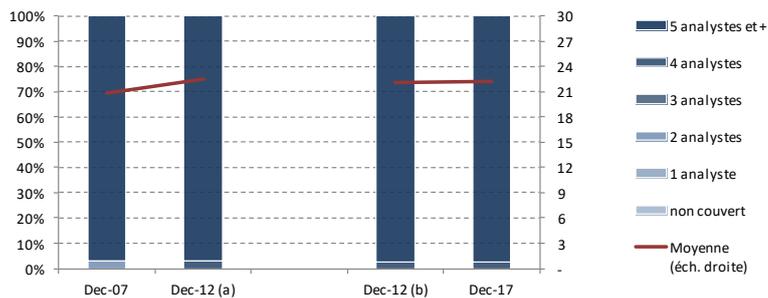
Evolution de l'intensité de la couverture des valeurs françaises de capitalisation comprise entre 150 MEUR et 1,000 MEUR, à population constante



Evolution de l'intensité de la couverture des valeurs françaises de capitalisation comprise entre 1,000 MEUR et 5,000 MEUR, à population constante



Evolution de l'intensité de la couverture des valeurs françaises de capitalisation supérieure à 5,000 MEUR, à population constante



Nota : les graphiques sont dupliqués à fin 2012, les populations considérées étant différentes : en Dec-12 (a) les valeurs qui étaient déjà présentes dans la classe de capitalisation fin 2007, en Dec-12 (b) les valeurs qui seront toujours présentes fin 2017. Les graphes Dec-12 (a) et Dec-12 (b) restent toutefois très cohérents, signe de la validité de l'approche.

A ces graphes correspondent les indicateurs suivants :

En M€	0 – 10				10 – 150				150 – 1 000															
	2007	2012 (a)	2012 (b)	2017	2007	2012 (a)	2012 (b)	2017	2007	2012 (a)	2012 (b)	2017												
Nombre de valeurs	97				112				280				227				96				64			
Couverture moyenne	0,05	0,04	0,05	0,04	0,79	0,76	0,72	0,78	5,0	4,5	4,2	3,4												
Quantile 25%	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1												
Médiane	0	0	0	0	0	0	0	1	4	3	3	3												
Quantile 75%	0	0	0	0	1	1	1	1	9	7	7	5												
Valeurs non couvertes	96,9%	95,9%	95,5%	97,3%	57,5%	59,3%	60,4%	50,2%	20,8%	25,0%	18,8%	17,2%												
Valeurs couvertes par 1 analyste	2,1%	4,1%	3,6%	1,8%	24,6%	19,3%	19,8%	30,8%	9,4%	8,3%	9,4%	10,9%												

En M€	1 000 – 5 000				+ 5 000											
	2007	2012 (a)	2012 (b)	2017	2007	2012 (a)	2012 (b)	2017								
Nombre de valeurs	43				25				33				37			
Couverture moyenne	9,8	13,2	13,7	12,7	20,8	22,5	22,1	22,2								
Quantile 25%	6	10	10	8	16	17	18	20								
Médiane	10	15	15	14	19	22	22	24								
Quantile 75%	14	18	18	16	26	28	28	26								
Valeurs non couvertes	4,7%	7,0%	8,0%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%								
Valeurs couvertes par 1 analyste	4,7%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%								

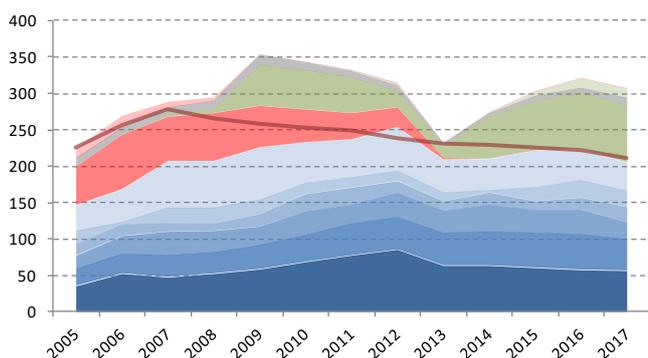
Il en résulte que les conclusions suivantes peuvent être tirées :

- Pour les entreprises françaises de capitalisation inférieure à 1 Mds€, la période 2007 – 2017 a été globalement marquée par une baisse de l'intensité de la couverture en recherche.
- Les valeurs de capitalisation comprises entre 10 M€ et 150 M€ ont toutefois enregistré une intensification de leur couverture entre fin 2012 et fin 2017.
- Pour les valeurs de plus de 1 Mds€ de capitalisation, la période 2007 – 2012 s'est traduite par une intensification de la couverture, suivie de sa stagnation ou de son tassement sur la période 2012 – 2017.

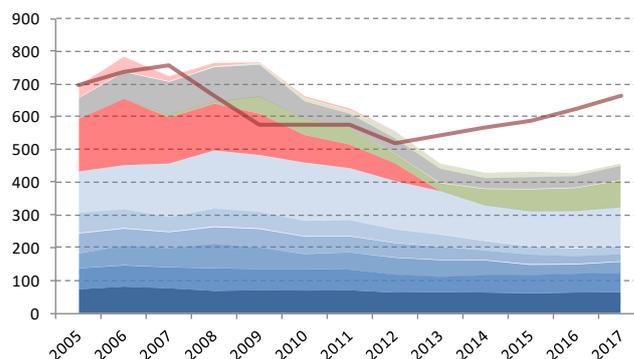
2. Évolution de la couverture des valeurs françaises par les différents types de prestataires *sell-side*

L'étude de l'évolution de la production d'analyse financière par classe de capitalisation et par type de prestataire *sell-side* fournit les éléments suivants :

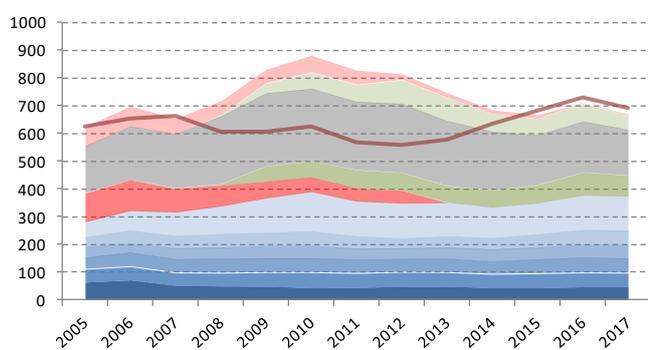
Evolution de la production d'analyse par type de cabinets pour les valeurs françaises de capitalisation comprise entre 10 MEUR et 150 MEUR



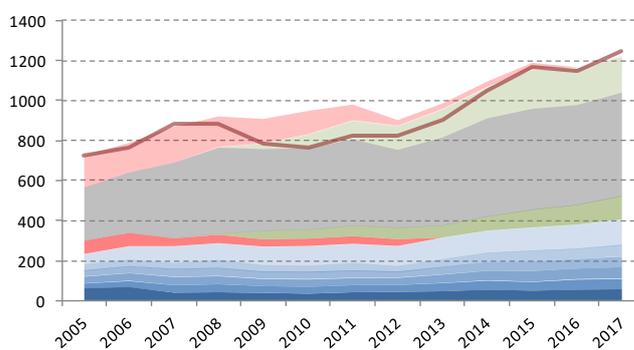
Evolution de la production d'analyse par type de cabinets pour les valeurs françaises de capitalisation comprise entre 150 MEUR et 1,000 MEUR



Evolution de la production d'analyse par type de cabinets pour les valeurs françaises de capitalisation comprise entre 1,000 MEUR et 5,000 MEUR



Evolution de la production d'analyse par type de cabinets pour les valeurs françaises de capitalisation supérieure à 5,000 MEUR



■ Redéploiement ETR ■ Déploiement ETR
■ Autres ETR — Population (rebasée 2005)

■ Créations bureaux FR ■ Fermetures bureaux FR ■ Autres FR
■ Presta 5 ■ Presta 4 ■ Presta 3
■ Presta 2 ■ Presta 1

Dans ces différents graphes, figurent :

- la production des 5 principaux prestataires *sell-side* pour la classe de capitalisation considérée (il est notable que dans tous les cas ces prestataires sont localisés en France), ainsi que la production des autres prestataires français (couches bleues) ;
- la production des prestataires français qui ont cessé de produire de l'analyse financière sur la période (couche rouge vive) et celle des prestataires français qui se sont créés sur la période (couche verte vive) ;
- la production des prestataires étrangers présents tout au long de la période (couche grisée), ainsi que celle des prestataires étrangers qui ont cessé de couvrir les valeurs françaises au cours de la période (couche rouge pastel) ou qui, à l'inverse, ont engagé cette couverture (couche verte pastel) ;
- la population de la classe de capitalisation considérée (ligne bordeaux), rebasée sur le niveau global de production d'analyse à fin 2005.

Quelques axes d'analyse peuvent être déduits de ces éléments.

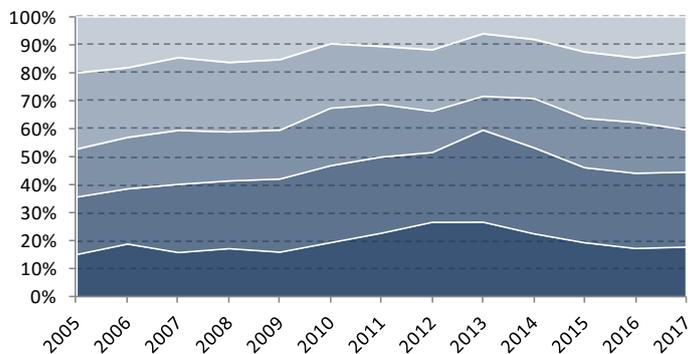
- a) La couverture des valeurs petites et moyennes est essentiellement assurée par des prestataires locaux, avec de surcroît un désengagement des prestataires étrangers sur la période.

En M€	10 – 150			150 – 1 000			1 000 – 5 000			– 5 000		
	2005	2012	2017	2005	2012	2017	2005	2012	2017	2005	2012	2017
Prestataires locaux	88%	96%	92%	85%	88%	89%	61%	56%	67%	41%	40%	43%
Prestataires étrangers	12%	4%	8%	15%	12%	11%	39%	44%	33%	59%	60%	57%

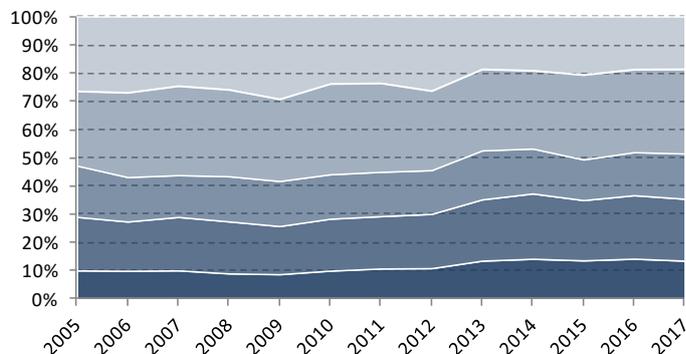
- b) Autre facteur de fragilité, la production d'analyse financière sur les valeurs petites et moyennes est plus concentrée, avec une concentration.

L'analyse de la concentration de la fourniture d'analyse financière par année et classe de capitalisation révèle les éléments suivants :

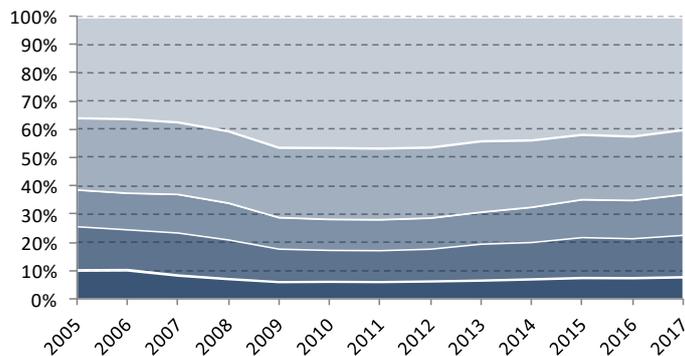
Evolution de de la concentration de fourniture de recherche pour les valeurs françaises de capitalisation entre 10 MEUR et 150 MEUR



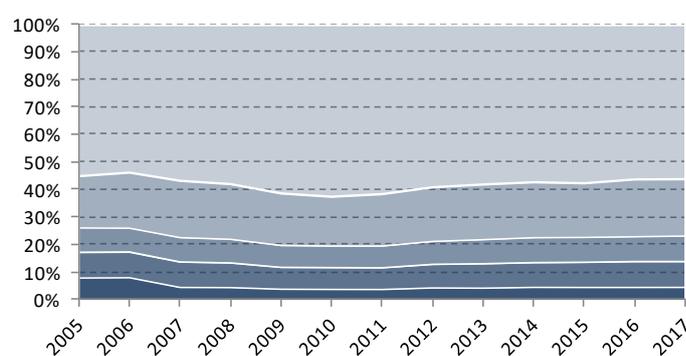
Evolution de de la concentration de fourniture de recherche pour les valeurs françaises de capitalisation entre 150 MEUR et 1,000 MEUR



Evolution de de la concentration de fourniture de recherche pour les valeurs françaises de capitalisation entre 1,000 MEUR et 5,000 MEUR



Evolution de de la concentration de fourniture de recherche pour les valeurs françaises de capitalisation supérieure à 5,000 MEUR



■ Autres ■ 6ème à 10ème fournisseurs ■ 4ème et 5ème fournisseurs

■ 2ème et 3ème fournisseurs ■ 1er fournisseur

Deux conclusions en découlent :

- La concentration, et donc la dépendance aux principaux fournisseurs d'analyse financière, est significativement plus importante pour les classes de capitalisation faible que pour les capitalisations plus importantes. Ainsi, les 3 prestataires les plus actifs fournissent 45% de l'analyse financière pour la classe 10 M€ – 150 M€, contre moins de 15% pour les valeurs de plus de 5 Mds€ de capitalisation.
- Cette concentration a plutôt augmenté depuis 2005 pour les classes de capitalisation inférieure à 1 Mds€, elle a baissé ou est restée stable pour les capitalisations supérieures.

c) Pour les entreprises de capitalisation inférieure à 1Mds€, l'évolution de l'offre d'analyse financière est assez largement liée à la disparition / à la création de prestataires locaux.

On peut considérer que l'évolution de l'offre d'analyse financière pour une classe donnée est la résultante de l'adaptation de leur couverture par les prestataires « stables » (évolution « élastique » de la couverture) et de l'effet de la création / disparition de prestataires (évolution « plastique » de la couverture).

Sur la période 2005 / 2017, nous avons considéré les fermetures et les créations de prestataires / bureaux français d'analyse suivants :

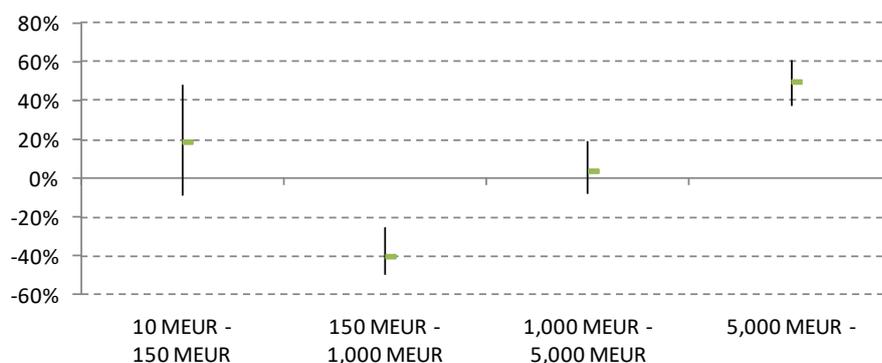
- CA Cheuvreux, Fideuram Wargny, Fortis et Arkeon ont disparu ;
- ID Midcaps, Midcap partners, Invest Securities, Bryan Garnier et Alpha Value ont été créés ou se sont installés à Paris avec une couverture locale.

Sur ces bases, la part de l'évolution « plastique » dans l'évolution de l'offre de recherche sur la période, par classe de capitalisation, peut être décrite par les données suivantes :

Évolutions mesurées entre les moyennes
2005 / 2007 et 2015 / 2017

	10 M€ –150	150 – 1 000	1 000 – 5 000	+ 5 000 M€
Evolution offre	+ 19%	- 40%	+ 4%	+ 50%
Evolution population	- 13%	- 14%	+ 8%	+ 50%
Part de l'offre (2005 – 2007) des cabinets FR fermés à l'issue de la période	24%	23%	15%	7%
Part de l'offre (2015 – 2017) des cabinets FR ouverts lors de la période	24%	17%	11%	9%
Qu'aurait été l'évolution de l'offre sans les fermetures de cabinets FR ?	+ 48 %	- 25%	+ 19%	+ 61%
Qu'aurait été l'évolution de l'offre sans les créations de cabinets FR ?	- 9%	- 50%	- 8%	+ 37%

Evolution réelle (en vert) et théorique (ligne noire, sans les fermetures / créations de cabinets FR) de la couverture recherche par classe de capitalisation



Il apparaît que sur la période 2005 – 2017, les évolutions « plastiques » (disparition d’acteurs historiques ou création d’acteurs nouveaux) ont joué un rôle important dans l’évolution de l’offre de recherche en France, particulièrement pour la classe de capitalisation 10 M€ / 150 M€, pour laquelle les créations de bureau ont permis, à l’inverse des autres classes de capitalisation, d’améliorer la couverture recherche sur la période 2012 – 2017.

CONCLUSION

Le principal enseignement qui peut être tiré de cette étude est que l’évaluation de l’évolution de la couverture pour une population de valeurs ne peut seulement se fonder sur une vision de court terme. Les phénomènes « plastiques » (disparition d’acteurs historiques ou création d’acteurs nouveaux) sont en effet déterminants, et interviennent de manière soudaine, et assez peu prévisibles pour des observateurs externes. Le fait que MiFID II ne soit entrée en application que le 3 janvier 2018 renforce la difficulté à anticiper la situation des mois à venir. Cependant, tout indique déjà que les nouvelles conditions économiques de cette réglementation a déjà fortement perturbé le modèle économique des acteurs existants (y compris ceux créés entre 2007 et 2012), avec une déflation marquée des montants payés par les investisseurs au titre de la recherche sectorielle et une fragilisation grandissante de leurs business modèles².

Dans cet environnement, il existe ainsi un risque est fort que le phénomène « schumpetérien » qui a prévalu au cours des dix dernières années ne soit entravé, et qu’ainsi la disparition d’acteurs existants ne soit désormais plus « compensée » par l’émergence de nouveaux acteurs.

Alors que le rôle des analystes sur l’attractivité et la liquidité des PME-ETI a récemment été mis en évidence par une [étude académique](#) publiée par l’Observatoire du financement des entreprises par le marché, à terme c’est la capacité du marché à offrir des financements aux PME et ETI à des coûts raisonnables qui est en jeu. Il est donc essentiel que soient créées des conditions favorables pour garantir la viabilité des acteurs existants, et / ou favoriser l’apparition d’une nouvelle génération de prestataires d’analyse financière.



² On relèvera ainsi le partenariat noué entre Oddo BHF et Natixis pour créer un acteur majeur dans les métiers de marché primaire et secondaire actions qui se traduit notamment par le transfert des équipes de recherche actions de Natixis chez Oddo BHF.