

# Analytika

L'analyse financière au service du financement des entreprises

*Mieux les connaître pour mieux les financer*

Alain Leclair, Président d'Honneur de l'AFG, pilote du projet  
Claire Chaves d'Oliveira, Rapporteur et rédacteur d'Analytika  
Jean-Baptiste Bellon, Président de la SFAF  
Yann de Saint-Meleuc, Associé, A2 Consulting

*« L'analyse financière est perçue par les PME comme une contrainte, à éviter, au lieu de correspondre à un service qui valorise l'entreprise. » (Bernard Cohen-Hadad, Président Délégué CGPME-Ile de France).*

Avec le soutien de :



## Groupe de Réflexion Thématique Analytika :

Initiateur du projet, Alain Leclair, Président d'honneur de l'AFG (association française de la gestion financière) en a assuré le pilotage en association avec la SFAF (Société française des analystes financiers) et son président Jean-Baptiste Bellon avec l'appui de d'A2 Consulting (Yann de Saint-Meleuc, Associé) et de Claire Chaves d'Oliveira, rapporteur du groupa et rédactrice de ce rapport de synthèse.

Le but du groupe « Analytika » était de produire un ensemble de recommandations pour une analyse financière plus efficace permettant un financement des Entreprises plus accessibles, via des outils plus simples et des coûts plus adaptés.

### Composition du Groupe :

**Alain Leclair**, Président d'Honneur de l'AFG, pilote du projet

**Claire Chaves d'Oliveira**, Partenaire Expert A2 Consulting, membre de la SFAF, Rapporteur et rédacteur d'Analytika

**Jean-Baptiste Bellon**, Président de la SFAF

**Yann de Saint-Meleuc**, Associé A2 Consulting

**Joelle Durieux**, Directrice Générale du Pôle FINANCE INNOVATION

**Didier Bouchard**, Directeur Général Flornoy & Associés Gestion

**François Digard**, COO Global Market Research Natixis, administrateur de la SFAF

**Muriel Faure**, CEO Fourpoints IM, co-présidente Commission Recherche et Innovation AFG, membre du Comité Stratégique de l'AFG, membre de la SFAF

**Didier Folus**, Professeur Paris Ouest Nanterre

**Eric Galiègue**, Président Valquant, membre de la SFAF

**Dominique Leblanc**, Membre du Conseil de Surveillance ESL Network Holding

**Maximilien Nayaradou**, Directeur des Projets R&D, Finance Innovation

**Thibault de Saint Priest**, Associé Gérant Acofi, Responsable Commission Titrisation de l'AFG, membre de la SFAF

**Patrick Sénicourt**, Président NOTA-PME

**Gérard Soularue**, Président Commission Economie et Croissance CCI Paris Ile de France

## Table des matières

I.	Etat des lieux : déclin de l'analyse financière ou besoin croissant ?	8
A.	Combien d'analystes ? lesquels ?	8
B.	Déclin de l'analyse financière actions ?	8
C.	Les Petites et Moyennes Entreprises ont particulièrement souffert de ce déclin	9
D.	L'analyse financière actions a beaucoup changé en 25 ans :	9
E.	On observe parallèlement une polarisation entre l'analyse sommaire et l'analyse à très haute valeur ajoutée.	10
F.	Pourtant de nouveaux besoins apparaissent, notamment côté créances d'entreprises	10
II.	Enjeu pour les entreprises : diversifier les sources de financement	11
A.	Panorama des moyens de financement des entreprises	12
1.	Cartographie des utilisations par type (actions/crédit) (coté/non coté) et par taille	12
2.	Appel à l'épargne publique ou privée ?	13
3.	Univers des actions : perte de vitesse des actions cotées	14
4.	Actions non cotées : le Capital Investissement se développe fortement	17
5.	Univers des créances d'entreprises : le marché du Crédit, nouveau gagnant	19
6.	Le financement de l'économie en direct par les investisseurs : nouvelles classes d'actifs	20
7.	Fonds Nova, Novo, Novi : créer un choc de capital	23
8.	Un financement typiquement français : le crédit entre entreprises	24
9.	Les plateformes de financement participatif : des particuliers aux institutionnels	24
B.	Quelle analyse ?	25
1.	Actions ou crédit : est-ce la même analyse ?	25
2.	Analyse quantitative ou/et qualitative ?	26
3.	Comment ces investissements sont-ils analysés ?	26
4.	Un risque unique ou un portefeuille de risques ? Analyse bilatérale ou granulaire ?	28
III.	Quelles Solutions ?	28
A.	Sourcer des données de qualité	28
1.	Les comptes des sociétés cotées	29
2.	Les comptes des sociétés non cotées	31
3.	Les bases de données existantes	32
4.	Les informations concernant la trésorerie des entreprises	32
5.	Vers un système d'informations financières structurées des entreprises ? Projet « Dites le une fois »	33
6.	L'expert-comptable est garant de la qualité des données	34
B.	Qui doit prendre en charge le coût de l'analyse financière ?	34
1.	Situation actuelle : qui paye l'analyse aujourd'hui ?	34

2.	Autre manière de poser la question : à qui profite l'analyse financière ? .....	35
C.	Réduire les coûts afin d'être plus compétitifs.....	36
1.	Nouveaux modes de distribution de l'analyse sell side .....	36
2.	Mutualisation de l'analyse, complète ou partielle.....	37
D.	Vers un écosystème favorable aux entreprises, notamment afin de renforcer leurs fonds propres .....	38
1.	Fiscalité à l'envers de l'épargne longue .....	38
2.	Moins de réglementation.....	38
3.	Petit à petit, orienter la culture financière française vers l'entreprise et le financement ...	38
4.	Les contre-exemples de portefeuilles orientés vers les actions .....	39
E.	2016 : Nouveaux outils, FinTechs et Analyse de demain .....	39
1.	La base Fiben désormais ouverte à de nouveaux prêteurs.....	39
2.	Les agences de notation ou de scoring .....	41
3.	Les nouveaux outils de scoring, appuyés sur la modélisation mathématique.....	43
4.	Des Fintechs pour résoudre la problématique de « sourcing » .....	44
5.	Demain : l'analyse financière « robo-analysor » ? .....	44
6.	L'importance de l'extra financier .....	44
F.	Aider les entreprises à s'aider elles-mêmes – faciliter les nouveaux financements.....	45
1.	Travail de communication vers les entreprises pour leur faire connaître ces nouveaux financements.....	45
2.	Les entreprises ont besoin de communiquer.....	45
3.	Le rôle clé de l'expert-comptable.....	46
4.	Vers un outil de représentation simplifié des entreprises .....	47
IV.	Conclusion .....	48
V.	Recommandations :.....	49
A.	Simplifier la vie des entreprises.....	49
B.	Outils d'information .....	49
C.	Favoriser le marché .....	49
D.	Encourager l'écosystème .....	49
VI.	Focus sur les principales recommandations .....	50
A.	Fin'Profil : Informations Clés de l'Entreprise.....	51
B.	Fin'Book.....	53
C.	Fin'd'in.....	54
D.	Obligation PME.....	55
VII.	Verbatim.....	56
VIII.	Liste des personnes rencontrées.....	59

# Analytika

## Analyse Financière et Crédit : une des clés du financement de l'économie ?

L'analyse financière au service du financement des entreprises

A l'heure de la désintermédiation bancaire et du numérique, **Jean-Hervé Lorenzi**, Président du pôle Finance Innovation, avait lancé l'été dernier la création d'un groupe thématique de réflexion sur les nouveaux enjeux de l'analyse financière et de l'analyse crédit pour le financement des entreprises.

En effet, le financement de celles-ci, notamment les PME et ETI, principales sources d'emploi en Europe, connaît d'importantes mutations liées à **la désintermédiation due aux évolutions réglementaires et technologiques majeures entraînant un appel accru aux marchés financiers**. Celui-ci revêt des formes multiples, tant dans le domaine du crédit que pour la recherche de fonds propres (appels publics, placements privés, obligations privées, prêts directs, financements participatifs, utilisation de plateformes de mise en relation directe emprunteurs/investisseurs...) venant compléter les financements bancaires classiques.

**Ces évolutions ne peuvent s'opérer sans un recours accru à une analyse financière** ayant vocation tant à valoriser les entreprises et leur potentiel (pour leur fonds propres) qu'à mesurer leur solvabilité (pour leur endettement), ainsi que leurs autres dimensions extra financières (environnement, social, gouvernance...). Son objectif est également de permettre une meilleure compréhension des actifs sous-jacents indispensable à tout investisseur -actionnaire ou créancier- (d'ailleurs conformément aux régulations en cours, tels que Solvabilité 2, MIF 2, Bâle III...).

**En conséquence, se pose la question, longtemps éludée, du coût et du mode de financement de cette analyse** qui, sauf facturation externe, est à ce jour comprise dans le coût total des opérations effectuées. La directive MIF1 (2004) avait déjà séparé la rémunération de l'analyse de celle de l'exécution des ordres (dégrouper), la directive MIF2 imposera la détermination de budget ex ante, et donc totalement déconnecté du volume des transactions. Du côté du crédit désintermédié, restera à apprécier par les acteurs concernés selon des modèles économiques à définir (quels acteurs, quels instruments d'analyse : analyse fondamentale, rating, scoring... ?).

Ces évolutions impliquent notamment, au-delà du CAC 40, pour les PME de croissance et des ETI, des méthodes d'analyse reconnues par les régulateurs prudeniels, mais aussi proportionnée à la taille des entreprises et des financements à leur fournir.

Pour celles-ci, terreau de la croissance et des emplois de demain, **le modèle d'analyse financière classique est inadapté** (trop cher, trop long, trop complexe). Il s'agit donc de réinventer des nouveaux outils, pour certains mutualisés en tout ou partie, (notamment dans le domaine des bases de données) et de nouvelles formes de communication et de dialogue entre le monde de la finance et celui des entreprises, qu'elle qu'en soit la taille.

Comment appréhender leur solidité financière et leur potentiel ? Comment inciter et organiser un meilleur dialogue ? Incontestablement, **les professionnels de l'expertise-comptable devraient avoir un rôle majeur « d'intermédiaire de confiance »** (qu'elles semblent, à leur plus haut niveau, prêtes à assumer) pour fournir les données financières des entreprises, tout en respectant leurs besoins de **simplification** et de **confidentialité**, notamment dans les domaines concurrentiels. Ceci implique également que la décision de transmission de ces données demeure **strictement à la main des entreprises** en fonction notamment de leur besoin de recourir à des financements externes.

Des pistes s'ouvrent aussi du côté du développement croissant des FinTechs. Une approche **quantitative** nouvelle du traitement des données, notamment via la modélisation -expertises françaises largement reconnues- peut heureusement compléter la capacité d'analyse fondamentale **qualitative** des professionnels de la place et leur interaction indispensable avec les chefs d'entreprises. Des nouvelles places de marchés confrontant émetteurs et emprunteurs ayant recours notamment aux technologies numériques devraient également concourir au renforcement et à l'élargissement des modalités de financement de ces PME et ETI. Ce sont ces pistes, notamment de nouveaux circuits d'information, que le groupe Analytika a eu l'ambition de cerner.

Les auditions de nombreuses parties prenantes (Analystes, Entreprises, Investisseurs, Régulateurs, Gérants d'actifs, Associations professionnelles, Comptables, Avocats, Fournisseurs de données, Organismes de marché, Fin Tech, Notateurs) ont été effectuées de façon approfondie auprès d'une centaine d'interlocuteurs.

Il ressort que ce vaste tour d'horizon, bien que non exhaustif, a suscité un vif intérêt et rencontré une large convergence de vue des personnalités auditionnées. Elles ont toutes exprimé leur sensibilité aux fortes évolutions structurelles et technologiques notamment pour l'accès aux données économiques, financières et de plus en plus extra financières, des entreprises. Elles ont évidemment souligné que ces évolutions devaient prioritairement contribuer à l'allégement de toutes procédures superflues en temps et en coûts. Elles ont enfin montré leur ouverture pour favoriser une désintermédiation efficace et ordonnée afin de mieux contribuer au financement des entreprises, notamment des PME de croissance et des ETI.

Reste à définir, à la lumière des recommandations de ce rapport, les réponses à apporter à ces entreprises. Toutes concourent à suggérer une meilleure organisation de la rencontre des besoins des Emetteurs en fonds propres et en crédit avec les souhaits des Investisseurs et Prêteurs selon leur statut, notamment de nouveaux circuits d'information (dénommés dans ce rapport « Fin'd'in »)

Il ressort enfin que l'ensemble des réactions confirment que **si le coût global de l'analyse financière, au demeurant modeste par rapport aux volumes traités sur la Place, ne pose pas de questionnement majeur, en revanche c'est le mode de répartition de celui-ci entre les acteurs qui reste encore non résolu à ce jour** : Emetteurs, Investisseurs, Intermédiaires de marchés (dont gérants d'actifs), Infrastructure de marchés et Autorité de tutelle. La **détermination et la gouvernance de ce partage**, restent à effectuer de façon équitable. Ce sera selon le groupe de travail le point majeur à résoudre entre les acteurs du métier et les Autorités de Tutelles.

Il est enfin impératif que l'ensemble des acteurs de la Place financière s'organisent et acceptent, collectivement, de contribuer au financement de l'analyse, notamment à l'égard des PME, qu'elles soient cotées ou non, souvent plus éloignées des décideurs centraux (et là le numérique aura son rôle à jouer !). Le rôle de la Place n'est pas d'imposer une analyse financière « d'en haut », mais d'organiser la circulation choisie de l'information, au bénéfice de l'entreprise à financer, y compris en veillant à la confidentialité nécessaire (Fin'd'In). Ceci pourrait se faire sous forme d'appel à projets auprès d'acteurs capables de fédérer et organiser cette « place d'information », avec une gouvernance acceptée de tous. Bien réparti, le coût financier de cette décision apparaîtra comme modeste dans le coût global du marché.

Les entreprises françaises ont de très nombreux atouts à faire encore mieux connaître internationalement. Il est donc de la responsabilité de la Place de démontrer l'efficacité et la transparence de son écosystème financier pour y attirer les investisseurs du monde entier.

Claire Chaves d'Oliveira  
Partenaire Expert A2  
Consulting  
Rapporteur Analytika

Jean-Baptiste Bellon  
Président de la SFAF

Joëlle Durieux  
Directrice Générale de  
Finance Innovation

Alain Leclair  
Président d'Honneur  
de l'AFG  
Pilote Analytika

*« Autrefois, l'investigation (recherche des informations, comptes, résultats, données sectorielles, etc...) était essentielle, aujourd'hui ces informations sont disponibles de façon quasi universelle. La valeur ajoutée de l'analyste s'est donc déplacée... » (Eric Le Boulch, CEO CMC-CIC Securities)*

*« L'analyse financière ne doit pas se faire sans l'entreprise elle-même » (Sylvain de Forges, Président du Comité Financements du MEDEF).*

*« Il est impératif, surtout pour les PME-ETI, de compléter l'approche financière comptable par des informations non-financières, en mettant l'accent sur l'extra-financier ». (Philippe Arraou, Président du Conseil Supérieur de l'Ordre des Expert-Comptables)*

## I. Etat des lieux : déclin de l'analyse financière ou besoin croissant ?

### A. Combien d'analystes ? lesquels ?

La SFAF (Société Française des Analystes Financiers) estime à environ 550 le nombre d'analystes financiers basés à Paris, dont 300 en « sell side » (chez les courtiers et banques d'affaires) et 250 en « buy side » (chez les sociétés de gestion), et une soixantaine d'analystes indépendants (dont seule une partie du temps est consacrée à l'analyse proprement dite).

Ce chiffre est sans doute incomplet bien qu'il soit très difficile de connaître avec précision le périmètre de tous les analystes :

- De nombreux analystes couvrant le marché financier français sont basés à Londres
- Dans de nombreuses sociétés de gestion, la frontière entre gérant et analyste n'existe pas et les gérants sont « analystes-gérants »
- Cette estimation ne tient sans doute que très partiellement compte des analystes crédit, qu'ils soient « sell side » ou « buy side »
- Pour être complet, il faut ajouter les analystes crédit bancaires

Finalement, l'univers de l'analyse financière et de l'identification du risque est bien plus large que les analystes travaillant sur les titres cotés, et doit être étendu aux établissements de crédit, aux plateformes de crowdfunding (crowdequity et crowdlending).

### B. Déclin de l'analyse financière actions ?

L'évolution de l'analyse financière actions est intimement liée à celle de la gestion active actions. Or, on assiste au déclin de l'investissement en actions, particulièrement en France : la part actions représente seulement 17% des actifs en France en 2013, contre 25% en 2007 (pour les seuls ménages, cette part a chuté de 8% à 4% depuis les années 2000). Tirée vers le haut par le Royaume-Uni où la part des actifs actions est bien plus élevée, la proportion des actions dans l'allocation d'actifs au niveau européen s'est néanmoins tassée en passant de 37% à 33% entre 2007 et 2013 (Source Efama).

Deux raisons principales à cette érosion :

- les crises successives développant l'aversion pour le risque des investisseurs, institutionnels mais aussi particuliers (et surtout les réseaux de distribution de produits d'épargne) ;
- la mise en place de Solvabilité 2 qui détourne des actifs très longs (les actions) les preneurs de risque long naturels que sont les assureurs.

Par ailleurs, les mesures des banques centrales (abondance de liquidités) dans un environnement économique de faible croissance ont eu pour conséquence :

- Ecrasement des taux d'intérêt, que ce soit pour la dette d'Etat ou la dette d'entreprise

- Pour pallier cette chute des rendements, de plus en plus d'attrait pour la dette d'entreprise ;
- Forte hausse des marchés actions depuis juin 2012, et performance difficile de la gestion active face à des indices en forte progression : montée en puissance des encours de la gestion indicielle. La gestion active (fondamentale, de long terme) semble moins nécessaire en période de hausse...

La conjugaison de ces phénomènes, rendant apparemment moins nécessaire l'analyse financière, occulte la nécessité croissante de la connaissance des sous-jacents, accrue par les exigences de Solvabilité 2.

### C. Les Petites et Moyennes Entreprises ont particulièrement souffert de ce déclin

Avant la mise en place de la directive MIFID 1, la rémunération de l'analyse financière actions proposée par les courtiers et banques d'affaire était globale ; on peut dire que l'activité sur les grandes capitalisations sponsorisait la recherche effectuée sur les plus petites valeurs... dont certaines deviendront *blue chips* à leur tour. MIFID 1 avec le dégroupage entre la rémunération de l'analyse financière et celle de l'exécution des transactions a défavorisé les courtiers locaux, souvent spécialistes des small et mid caps et donc leur analyse :

- Perte de part de marché sur les *blue chips*
- Baisse des prix et des volumes
- Mais ne bénéficient pas de baisse des prix d'exécution car Euronext garde plus ou moins son monopole sur les mid caps délaissées par les places d'exécution alternatives.

Or, ces intermédiaires locaux sont les principaux fournisseurs d'analyse financière externe sur les PME. Les budgets et les moyens ne peuvent que se réduire.

Le coût du suivi d'une valeur moyenne (avec une visite annuelle, un suivi des informations et des résultats, des prévisions) est d'environ 25 K € par an... ce qui est supérieur au courtage annuel total de la plupart des valeurs d'Alternext. L'équation économique n'est donc plus viable pour l'analyse des petites valeurs qui n'ont pas assez de volume de transactions.

### D. L'analyse financière actions a beaucoup changé en 25 ans :

L'analyse financière actions a énormément évolué ces dernières années :

- profusion de données sur l'entreprise
- de nouveaux acteurs diffuseurs de données, voire d'analyses sommaires (Bloomberg) apparaissent
- normalisation des comptes
- influence des méthodes anglosaxonnes
- les informations financières sont plus cadrées

Ce phénomène a pour conséquence un impact important sur la valeur ajoutée de l'analyste. « Autrefois, l'investigation (recherche des informations, comptes, résultats, données sectorielles, etc...) était essentielle, aujourd'hui ces informations sont disponibles de façon

*quasi universelle. La valeur ajoutée de l'analyste s'est donc déplacée... » (Eric Le Boulch, CEO CMC-CIC Securities)*

Parallèlement, la gestion actions s'est énormément complexifiée (styles de gestion, spécialités sectorielles ou thématiques). C'est le traitement des données et le style de gestion qui fait la valeur. Face à cette gestion, la même étude écrite par un analyste ne peut satisfaire pleinement à la fois une gestion value, une gestion hedge funds, etc...

En bref, la valeur attribuée à l'analyse financière a diminué alors que le niveau d'exigence des investisseurs a monté.

## **E. On observe parallèlement une polarisation entre l'analyse sommaire et l'analyse à très haute valeur ajoutée**

- Les fournisseurs de base de données enrichissent les informations proposées  
Ainsi, on assiste à l'émergence de nouveaux services (Bloomberg, Reuters, Factset, S&P) d'analyse simple, à moindre coût (du moins marginal par rapport aux coûts de l'accès à ces bases de données...), appuyée sur une large utilisation du consensus.
- Cabinets d'expertise à très haute valeur ajoutée  
Parallèlement, de plus en plus de cabinets d'expertise économique ou sectorielle fournissent une intelligence économique très valorisée et centrée sur un domaine très précis (recherche pharmaceutique, technologie, audiovisuel, ou encore économie ou politique).
- Entre les deux, perte de terrain de l'analyse traditionnelle  
Ceci est particulièrement vrai sur les actions, d'autant plus que le rôle traditionnel d'investigation est rendu moins nécessaire maintenant que l'information est disponible sur de nombreuses bases de données

## **F. Pourtant de nouveaux besoins apparaissent, notamment côté créances d'entreprises**

Le phénomène de « désintermédiation » : sous la pression des nouvelles réglementations (Bâle 3), la mission traditionnelle de financement des entreprises par les banques est progressivement complétée par un recours aux marchés financiers.

Ce phénomène, conjugué à la baisse des taux, a poussé le marché des obligations d'entreprise (crédit) au plus haut. La recherche de rendement pousse les investisseurs à vouloir prêter soit à des entreprises plus risquées, soit à des entreprises plus petites. Mais comment accéder à ces plus petites entreprises sans prise de risque mal mesurée ? L'analyse financière, qui a vocation à valoriser les entreprises (pour les actions) et à mesurer le risque de solvabilité (pour les dettes), ainsi que mesurer les risques extra-financiers (environnement, social, gouvernance) devient indispensable pour mesurer les risques pris par ces nouveaux créanciers.

Ainsi, on a assisté ces dernières années à un fort développement des produits de taux dans la gestion d'actifs au détriment des produits actions, ce dans toutes les régions du monde, y compris celles échappant à Bâle 3 et Solvabilité 2 (baisse des taux, faible croissance économique, forte volatilité des actions).

*Pourtant, « A ce stade, les produits obligataires se rapprochent du profil de risque d'une action (titres hybrides obligations convertibles, etc...) comme les actions de type "bonds proxy" à l'image des foncières cotées (REITS) ont le vent en poupe » (Romain Boscher, Directeur de la Gestion Actions Amundi).*

Au sein de ces produits, la recherche de rendement et les effets du Quantitative Easing ont entraîné une réallocation des investissements vers les obligations crédit. Or l'analyse financière a peu suivi : le marché du crédit était peu développé jusque là chez les courtiers, le modèle économique "action" n'est pas adapté au crédit (pas de courtage, pas de CSA<sup>1</sup>), les agences de notation étaient omniprésentes... et nombre d'investisseurs s'en contentaient.

La recherche de rendement et de diversification pousse les investisseurs à acquérir des créances d'entreprises de plus en plus petites ; par ailleurs, plus que jamais les investisseurs et les marchés financiers doivent compléter le financement bancaire, malgré la difficulté que représente l'analyse financière de ces petites entreprises pour ces nouveaux financeurs trouver la bonne équation économique pour l'analyse crédit est complexe car elle se compare difficilement avec celle du financement bancaire.

*« Il y a de l'épargne disponible d'une part, et des besoins de financement non adressés d'autre part, mais pas assez de rencontre entre les uns et les autres » (Patrick de Cambourg, Président de l'Autorité des Normes Comptables)*

Parallèlement, l'une des conséquences de la crise est un besoin croissant de « documentation », notamment sur des émissions obligataires crédit de plus en plus présentes et nombreuses dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels.

La fin du monopole bancaire : petit à petit les coups de canifs dans le monopole bancaire se font sentir : le crowdfunding (fin 2014), puis l'apparition programmée des prêts inter-entreprises prévus par la loi Macron (article 167, voir paragraphe II.A.8II.A.8), puis celle des ELTIF (Fonds d'Investissement Européens de Long Terme), prévus dans la CMU qui auront le droit d'octroyer des prêts.

## II. Enjeu pour les entreprises : diversifier les sources de financement

Pendant de longues années l'endettement via le financement bancaire a été la principale source de financement des entreprises : l'inflation favorisait l'emprunteur, le système bancaire français est solide.

La crise de 2008-2009, avec le tarissement brutal du financement bancaire, a poussé les entreprises à chercher d'autres sources de financement, pour ne pas dépendre exclusivement de leur banque. Le

<sup>1</sup> CSA : Commission Sharing Agreement : convention de partage des frais entre ceux relatifs à l'exécution des transactions et ceux rémunérant la recherche et l'analyse

phénomène de désintermédiation évoqué ci-dessus (régulation, recherche de rendement) a favorisé l'émergence de nouveaux financements dits « alternatifs » (non bancaires).

Ces sources de financements sont variées : fonds propres, endettement, coté, non coté... Il convient donc de balayer le panorama des moyens de financement (non bancaire) puis d'observer comment ces outils de financement bénéficient d'une analyse financière (car pas de financement sans analyse...)

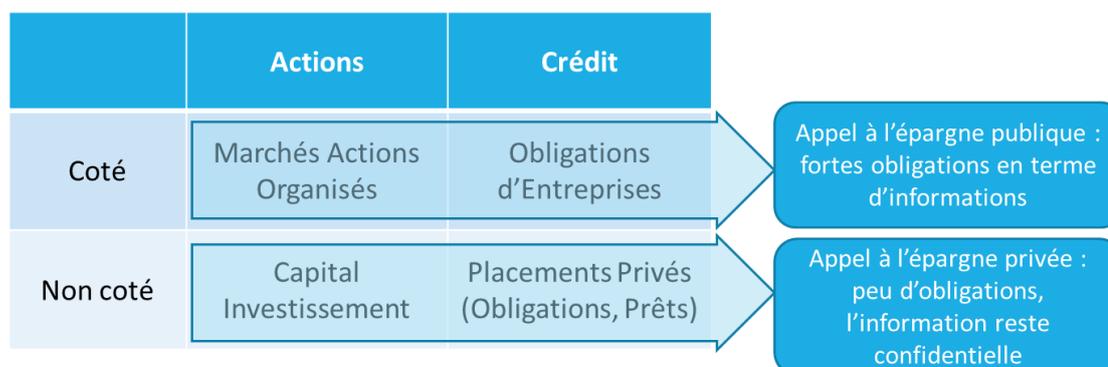
## A. Panorama des moyens de financement des entreprises

### 1. Cartographie des utilisations par type (actions/crédit) (coté/non coté) et par taille

On trouve des analystes financiers dès qu'il est nécessaire de mesurer le risque financier pris autour des entreprises (ou organisations), ou dès qu'il est nécessaire de connaître la valeur d'une entreprise. En bref, il y a une analyse dès qu'il y a un financement...

En schématisant, une entreprise peut se financer soit par ses fonds propres, soit par de la dette (y compris le crédit fournisseur) ; elle peut aussi le faire soit par appel public à l'épargne (sur les marchés cotés), soit de façon privée auprès de quelques investisseurs identifiés.

Le mode de financement, l'information disponible, et l'analyse financière de l'entreprise varient largement selon qu'il s'agisse de fonds propres ou de dette d'une part, et d'instruments financiers cotés ou non cotés d'autre part.



Source : A2 Consulting

A ce schéma s'ajoute une autre dimension : la taille de l'entreprise et/ou de son financement. Le mode de fonctionnement et le modèle économique diffère évidemment selon la taille de l'entreprise (de la TPE à la multinationale).

Petite ou Grande Entreprise, quel est le critère ?

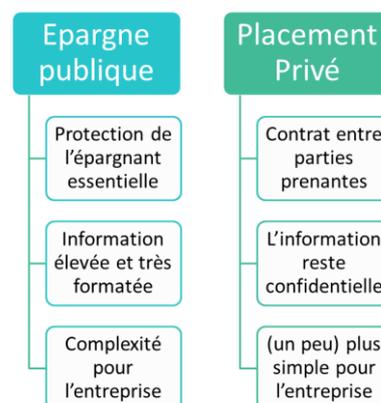
L'article 51 de la loi du 4 août 2008 (Loi de Modernisation de l'Économie), précisé par un décret du 18 décembre 2008, introduit un classement des entreprises en 4 catégories :

- Une **microentreprise** est une entreprise dont l'effectif est inférieur à 10 personnes et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions d'euros ;
- Une **PME** est une entreprise dont l'effectif est inférieur à 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total de bilan n'excède pas 43 millions d'euros ;
- Une **ETI, entreprise de taille intermédiaire**, est une entreprise qui n'appartient pas à la catégorie des PME, dont l'effectif est inférieur à 5000 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 1 500 millions d'euros ou dont le total de bilan n'excède pas 2 000 millions d'euros ;
- Une **grande entreprise** est une entreprise qui ne peut pas être classée dans les catégories précédentes.

## 2. Appel à l'épargne publique ou privée ?

Le fait que les entreprises fassent appel à l'épargne publique (via la cotation de leurs actions ou de leurs obligations) ou l'épargne privée (en ciblant quelques investisseurs) est extrêmement important en termes d'informations diffusées (à noter que l'opposition « public/privé » est ici employée au sens anglo saxon, afin de dissocier ce qui est coté sur un marché ouvert à tous de ce qui ne l'est pas).

- Epargne publique et cotation sur un marché règlementé : l'information de l'entreprise (compte, stratégie, etc.) devient publique, accessible de façon équitable à tous les investisseurs potentiels ; le mode opératoire est très surveillé par le régulateur (AMF)
- Epargne privée et appel à quelques investisseurs seulement : l'information de l'entreprise reste confidentielle, même si équitable entre ces investisseurs ; le mode opératoire est plus léger.

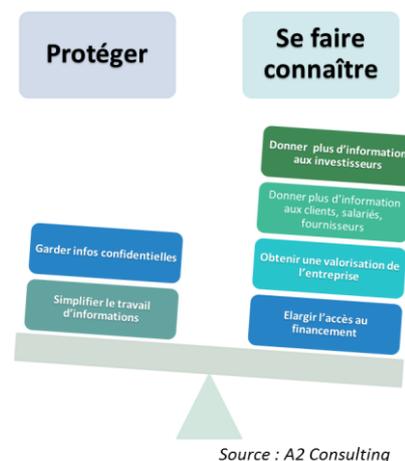


Source : A2 Consulting

Pourquoi l'entreprise choisit elle la transparence... ou pas ?

Entreprise cotée (via actions ou obligations)	Entreprise non cotée (ni actions ni obligations)
L'information concernant les finances de l'entreprise est publique et accessible à tous	L'information reste confidentielle (surtout si l'entreprise ne publie pas ses comptes sur Infogreffe)
L'entreprise gagne en notoriété ; parfois indispensable pour exporter dans certains pays	La confidentialité des comptes permet d'éviter aux autres acteurs (fournisseurs, clients) des moyens de pression (sur les prix, le règlement...).
La cotation des actions peut motiver certains salariés	Pas de dilution du pouvoir de l'actionnaire majoritaire.
La cotation des actions donne une valeur d'échange pour les actionnaires minoritaires	Meilleur suivi des actionnaires

Finalement, le dirigeant est toujours partagé entre deux alternatives : protéger l'entreprise en gardant l'information confidentielle (vis-à-vis de ses concurrents, clients, fournisseurs), et la développer en cherchant de nouveaux partenaires, rendant nécessaire la divulgation des informations...



### 3. Univers des actions : perte de vitesse des actions cotées

Les analystes sur les marchés actions cotées sur les différentes bourses du monde représentent la face émergée de l'iceberg des analystes, la plus connue. Pourtant, cette partie émergée fond, sous l'influence de la désaffection relative des marchés actions et de la montée en puissance de la gestion indicielle (qui ne nécessite pas ou peu d'analyse financière).

Parmi les analystes actions cotées, on distingue 3 familles :

#### a) Les analystes « sell side »

Ces analystes, qui constituent la famille la plus importante, appartiennent à des courtiers ou des banques d'investissement qui offrent à leurs clients (les sociétés de gestion de portefeuille et indirectement les clients de ces sociétés de gestion) un service de recherche, en plus du service d'exécution des ordres (transactions).

Depuis la directive MIF 1 (2004), ces services d'analyse financière (appelée recherche, qui comprend aussi l'analyse macroéconomique, etc...) doivent être identifiés et rémunérés de façon séparée : le choix d'un courtier pour une transaction doit être fait pour des raisons d'exécution (objectif « best execution ») et non pour des raisons

connexes (analyse financière, recherche économique). La directive MIF 1 a ainsi poussé la mise en place de « l'unbundling », dégroupage entre la rémunération de l'exécution des ordres et celle des services de recherche.

Une partie de ces services de recherche devient rémunérée via des CSA Commission Sharing Agreement<sup>2</sup>.

La directive MIF 2, qui devrait être appliquée au 1<sup>er</sup> janvier 2018, ira encore plus loin en obligeant les sociétés de gestion à déterminer ex ante (et non ex post, en fonction des volumes de transactions) les budgets consacrés à la rémunération de la recherche externe, dont sell side, et prélevés sur les portefeuilles des clients, et ce portefeuille par portefeuille. Point essentiel : la rémunération des services de recherche ne devra plus être liée à l'exécution des transactions (en volume ou en montant). Le système de RPA/CPR<sup>3</sup> et CSA/CCP permettra un suivi rigoureux dans l'intérêt du client (moins de conflit d'intérêt), et, à plus long terme, des fournisseurs de services d'analyse grâce à la détermination d'un prix pour l'analyse.

La conséquence de ce double phénomène (déclin de la gestion actions active et pression réglementaire) affecte significativement le modèle économique des courtiers d'actions, surtout s'ils font peu de marché primaire (introductions en bourse, etc...). Les courtiers ont donc tendance à réduire les budgets de leur département d'analyse financière ; le nombre d'analystes financiers sell side se réduit donc fortement et se concentre en Europe sur la place de Londres (tout en enregistrant sur cette place un recul estimé à 15%-20%).

Parallèlement à cette révolution dans le mode de rémunération de la recherche, le modèle de l'analyse financière doit donc être complètement repensé, non seulement du côté « sell side » (quelles prestations ? quel usage ? quelle valeur ajoutée ?) mais aussi du côté sociétés de gestion et investisseurs (quel mode de consommation ? quelle utilisation ?).

Le cas de la « recherche sponsorisée » (analyse financière financée par l'entreprise émettrice) : MIF2 (« considérant 29 ») prévoit que cette recherche soit considérée « minor non monetary benefit » et à ce titre puisse être fournie gratuitement à l'investisseur... il y a un risque que l'interprétation de ce texte conduise à une impossibilité pour l'investisseur de financer lui aussi cette recherche, qui reviendrait donc plus cher à l'émetteur.

#### **b) Les analystes indépendants**

Les analystes indépendants sont aussi des analystes « externes » (en dehors des sociétés de gestion ou des investisseurs), mais ils ne dépendent pas d'un courtier : ils appartiennent à des bureaux d'analyse indépendants, rémunérés uniquement pour leurs travaux d'analyse.

Normalement, ils devraient être favorisés par la directive MIF 2 qui cherche à séparer la rémunération des transactions de celle des services de recherche. Cependant, comme ils ont une place réduite à Paris, La SFAF recense un peu plus de 60 analystes

<sup>2</sup> CSA/CCP: Commission Sharing Agreement /Commission de Courtage Partagé: convention de partage des frais entre ceux relatifs à l'exécution des transactions et ceux rémunérant la recherche et l'analyse

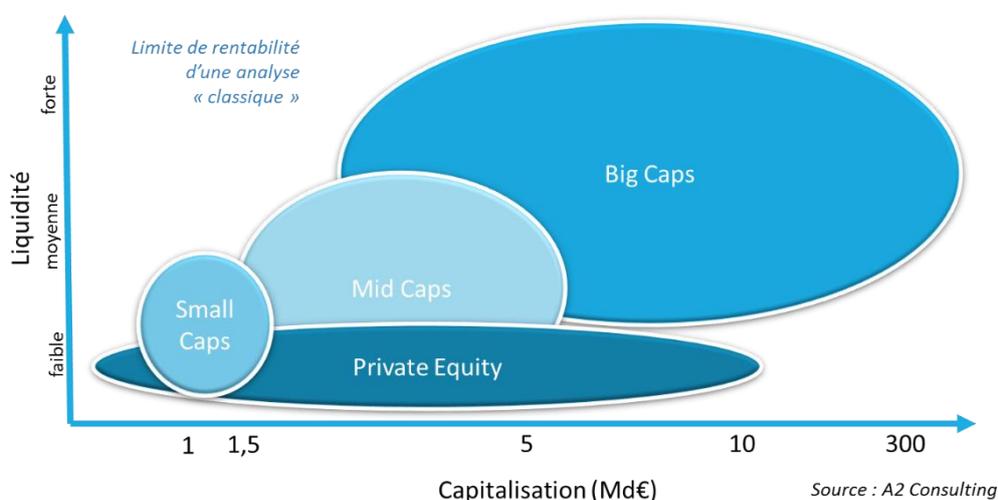
<sup>3</sup> RPA/CPR : Research Purchasing Account / Compte de Paiement de Recherche

'lib éraux' et ils font face à des pressions concurrentielles fortes car l'essentiel de l'analyse distribuée aux sociétés de gestion l'est gratuitement.

### c) Les analystes « buy side »

Les analystes « buy side » sont des analystes appartenant aux sociétés de gestion de portefeuille ; leurs travaux ne sont donc réalisés que pour la gestion de leur SGP.

Les sociétés de gestion de portefeuille subissent elles aussi de fortes pressions déflationnistes, notamment sur la partie « gestion action active » ; le nombre d'analystes actions « buy side » a donc tendance à diminuer. Cette fonction, dans de nombreuses sociétés de gestion, est cumulée avec celle de gérant (« analyste-gérant »).



### d) Les actions « small et mid caps » ont du mal à décoller

Les actions « small et mid caps » (valeurs petites et moyennes) cotées représentent un paradoxe : elles comptent pour 92% du nombre des sociétés cotées européennes, mais seulement 21% en capitalisation boursière. Elles représentent encore moins (seulement 4%) en termes de transactions boursières (source Middlednext / Financière de l'Echiquier). Ce segment de la cote est donc le moins rémunérateur pour l'industrie financière.

Or, les « small et mid caps » sont les « blue chips » de demain... Ne pas favoriser leur développement revient à appauvrir la place financière des prochaines générations.

*« Les Small/Mid Caps représentent pourtant le socle de la pyramide de marché et assurent un rôle essentiel dans le renouvellement du compartiment des Large ».*  
(Didier Le Menestrel, Président La Financière de l'Echiquier).

Or, si le nombre d'actions cotées a beaucoup progressé entre 2000 et 2014 (+90%), ce nombre est en nette régression depuis 2007 (-16.5%) ; cette baisse affecte essentiellement le segment des valeurs petites et moyennes (-20%), celui des grandes valeurs ne baissant que de 5%. (source Middlednext / Financière de l'Echiquier).

Pourquoi une telle désaffection des entreprises pour le marché coté (alors que le financement privé se développe fortement parallèlement) ?

- Complexité croissante de la régulation. Afin de protéger l'épargnant, les textes se sont accumulés (plus de 600 aujourd'hui...). Le moindre prospectus est volumineux et peu lisible.
- Coût important pour l'entreprise, estimée à environ 600 K€ (estimation Guillaume Robin, Président Middlenext) : reporting réguliers, communication vis-à-vis des actionnaires institutionnels et particuliers, explication de la politique RSE, temps important passé par le dirigeant...
- Tout en étant bien moins volatil que celui des grandes valeurs, et offrant une meilleure performance à long terme, le marché des valeurs moyennes reste un marché d'actions cotées, sujet à la même volatilité que l'ensemble des marchés financiers ; les crises successives de ces dernières années et la volatilité liée à des événements exogènes découragent à la fois les investisseurs et les entreprises.

Notamment (mais pas seulement) pour des raisons réglementaires (MIF2) imposant l'identification précise de la rémunération des prestations d'analyse par les courtiers, l'analyse financière « sell side » sur les valeurs moyennes diminue fortement (autrefois, il y avait mutualisation des prestations entre grandes valeurs et valeurs moyennes). Ceci s'inscrit dans une tendance générale de baisse relative de la gestion active et de pressions sur les coûts des courtiers comme des sociétés de gestion. Cet appauvrissement de l'analyse financière des valeurs moyennes entraîne une baisse des transactions et de l'intérêt des gérants (d'où une baisse de l'analyse financière sur ces valeurs... cercle vicieux).

Pour nombre d'entreprises, cet empilement de contraintes devient trop important et les incitent à renoncer à la cotation, malgré les avantages certains qu'elle représente :

- Notoriété et visibilité, notamment à l'étranger
- Matérialisation de la valorisation de l'entreprise
- Transparence vis-à-vis des parties prenantes (clients, fournisseurs, salariés) et donc confiance

#### **4. Actions non cotées : le Capital Investissement se développe fortement**

La France est le deuxième marché européen du Capital Investissement (50 Md€), investissant dans 5500 entreprises privées. Les levées de fonds annuelles sont de l'ordre de 8 ou 10 Md€ par an.

La profondeur du marché est très élevée, car il y a de plus en plus de fonds d'investissements. Ainsi, les montants investis en 2015 sont en hausse de 23% par rapport à 2014, au plus haut depuis 2008. 56% des montants investis ont financé de « nouvelles » entreprises (dont le nombre est en hausse de 10% par rapport à 2014). Ces ressources peuvent financer des besoins de toute taille.

*« L'approche du risque est fondamentalement différente entre le marché coté et le marché du non coté ; un facteur très important du risque du marché coté est le marché lui-même... le risque du marché coté est plus indépendant de la qualité du*

*sous-jacent. C'est beaucoup moins le cas pour le marché du non coté, même s'il n'est pas complètement étanche ; la volatilité y est bien moins importante. »*  
(Olivier Millet, Président du Directoire d'Eurazeo PME)

Pour les entreprises, le dispositif non coté est à la fois plus simple et plus réactif. Pour des entreprises de petite taille avec un maigre flottant, le développement par le Capital Investissement présente plus d'avantages que la cotation sur un marché boursier, contraignant, avec une volatilité forte induite par des éléments exogènes à la vie de l'entreprise.

Le Capital Investissement se caractérise par un engagement long dans la relation (plus long que la durée moyenne de détention d'un actionnaire sur le marché coté), avec gestion des étapes d'évolution de la société, en permettant au management de gérer dans le temps, en renouvelant ou révisant son business plan tous les 3 ou 5 ans.

Le Capital Investissement contient 4 segments :

- Le Capital Innovation crée et finance entreprises et nouvelles technologies (comprend lui-même 3 segments : capital-amorçage, capital-crédation, capital-expansion)
- Le Capital Développement accompagne les entreprises en croissance et à fort potentiel
- Le Capital-Transmission acquiert ou cède des entreprises
- Le Capital-Retournement rachète des entreprises en difficulté

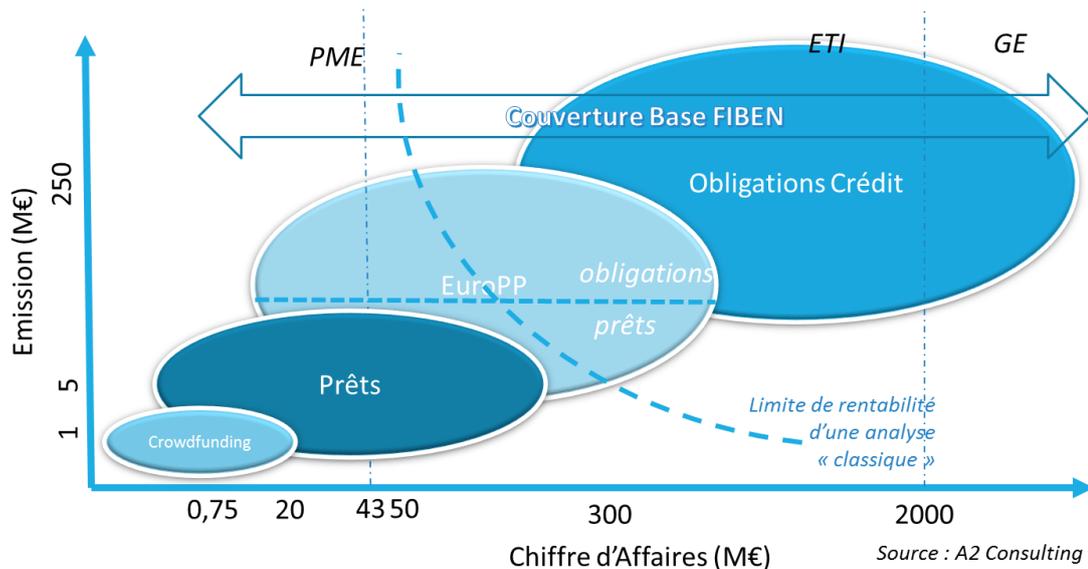
(source : AFIC).

L'analyse financière est au cœur du métier du Capital Investissement : il s'agit de comprendre en profondeur le métier de l'entreprise. L'analyse est donc très fondamentale et nécessite beaucoup de temps.

Par ailleurs, l'actionnariat par le Capital Investissement n'est pas un simple financement, mais un véritable accompagnement (présence dans les organes de décision, mise en place de reporting). Le Capital Investissement, surtout s'il est majoritaire, constitue de plus un gage de stabilité, un « tampon » d'honorabilité financière, utile pour trouver d'autres financements. Le Capital Investissement a un rôle de **transformation** des entreprises, y compris via une influence sur la RSE (Responsabilité Sociétale de l'Entreprise).

*« l'ISR (Investissement Socialement Responsable) est une approche du risque par l'exclusion, le Capital Investissement approche la RSE par un rôle de transformateur, notamment pour la gouvernance et l'environnement »* (Olivier Millet, CEO Eurazeo PME)

## 5. Univers des créances d'entreprises : le marché du Crédit, nouveau gagnant



La créance sur une entreprise peut prendre la forme :

- D'une obligation cotée
- D'une obligation non cotée
- D'un prêt. Jusqu'en 2015, les prêts sont « originés » par des banques et éventuellement cédés à des fonds (« fonds de prêts »), les banques étant les seules autorisées à « octroyer un crédit ».

Depuis la loi de finances rectificative de décembre 2015, les Fonds Européens d'Investissement de Long Terme (ELTIF) peuvent octroyer des prêts directement. Cette possibilité devrait être élargie à d'autres fonds de prêts (selon certaines conditions).

Le financement participatif avait déjà eu la possibilité d'octroyer des prêts (2014).

Il y a peu de différences économiques entre un prêt et une obligation privée (non cotée). En revanche, le poids de la responsabilité n'est théoriquement pas le même : dans le cas de l'obligation, la responsabilité reviendrait à l'emprunteur (l'entreprise), dans le cas du prêt, au prêteur (le créancier).

Les analystes « crédit » sont chargés d'évaluer le risque crédit d'une entreprise, en général via les obligations émises par ces entreprises, et d'évaluer le prix (donc le taux) de cette obligation.

Comme pour les marchés actions, on trouve des analystes « sell side », « buy side » et indépendants. Cependant, les analystes « sell side » sont moins nombreux, et sont souvent sollicités par les courtiers pour les émissions primaires (mises sur le marché d'obligations) ; il y a peu d'analyses « sell side » (hors marché primaire) fournies aux

sociétés de gestion. Le service d'analyse financière d'un courtier obligataire est beaucoup moins important que pour un courtier actions.

En revanche, les analystes crédit « buy side » sont de plus en plus nombreux dans les sociétés de gestion, et de plus en plus recherchés (doivent avoir des compétences financières, mathématiques, juridiques...).

## **6. Le financement de l'économie en direct par les investisseurs : nouvelles classes d'actifs**

Dans un univers de rendement toujours plus bas, les investisseurs sont poussés à chercher d'autres placements, et se tournent de plus en plus vers le financement de l'économie en direct, ou « financement alternatif ».

*« Ces placements alternatifs leur permettent de capter de meilleurs rendements, et notamment la prime de complexité (exemple : aller chercher des entreprises avec des actifs industriels) et la prime d'illiquidité (ces placements sont difficilement cessibles) » (Thibault de Saint-Priest, associé-gérant d'Acofi)*

Ces placements financent notamment :

- L'immobilier
- L'infrastructure
- Les entreprises
- Le secteur public (hors Etat) (collectivités locales, hôpitaux, etc...)

Ces placements peuvent prendre la forme :

- D'investissement direct effectué par l'investisseur (souvent un assureur)
- De mandat de gestion confié à une société de gestion
- De fonds de financement de l'économie (FIA) (fonds commun de titrisation ou fonds professionnels spécialisés), dont les fonds de prêts à l'économie.

### **a) Les fonds de financement de l'économie**

Les FFE (fonds de financement de l'économie) sont des FIA dont l'actif est composé à titre principal de créances, crédits (prêts, délais de paiement) à des personnes physiques ou morales (sociétés non financières) ou obligations (personnes morales).

Un FFE doit respecter les conditions suivantes :

- Cadre juridique de droit français
- Placement auprès d'investisseurs qualifiés
- Actif composé de créances résultant du financement de l'économie
- Des conditions strictes sur la clarté des documents le constituant ainsi que sur l'information et la consultation des investisseurs

### **b) Les fonds de prêts à l'économie : orienter l'épargner des assureurs vers les PME**

Les fonds de prêts à l'économie (FPE) ont été créés par un décret du 2 août 2013, afin de favoriser le développement des sources de financement alternatif pour les PME et ETI. Le statut de FPE peut prendre la forme d'un organisme de titrisation ou d'un fonds professionnel spécialisé, essentiellement ouvert aux assureurs.

Le FPE peut acquérir des créances correspondant à des prêts, mais aussi des titres de créances : il peut donc détenir essentiellement des obligations... Cependant le FPE est géré dans des conditions plus strictes que les FFE : ainsi, un expert indépendant doit effectuer une revue de portefeuille une fois par an. A noter que les titres émis par les FPE peuvent représenter jusqu'à 5% du portefeuille d'une compagnie d'assurance.

**c) 2013 : l'innovation en France des EuroPP**

Un placement privé est une opération de financement à moyen ou long terme entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre limité d'investisseurs. Il s'agit d'un financement direct entre un investisseur et une entreprise avec l'aide d'experts financiers pour sa mise en place. En France, les placements privés s'organisent autour de l'EuroPP.

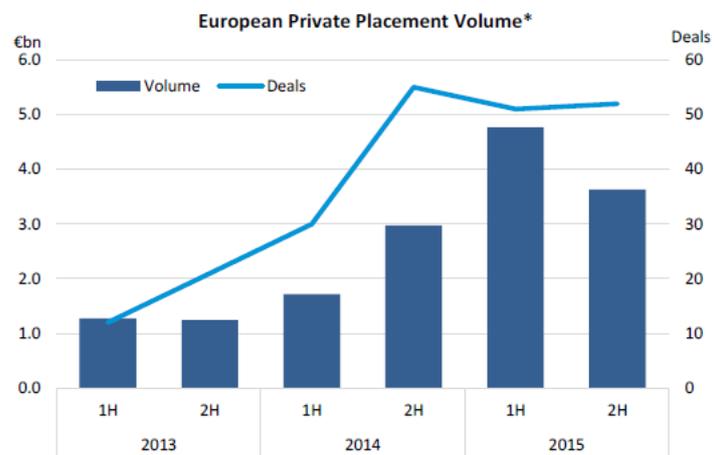
Les travaux de Place sur l'Euro PP ont débuté fin 2012 dans le cadre d'une initiative de le CCIP Paris Ile-de-France afin de faire émerger des bonnes pratiques sur un marché naissant. Ces travaux, qui impliquent de nombreux professionnels (émetteurs/ emprunteurs, investisseurs, arrangeurs, avocats) avec l'appui du Trésor, de la Banque de France et de Paris Europlace, ont permis la finalisation d'une charte (décembre 2013) définissant des standards de marché qui a été endossée par les associations professionnelles représentatives des entreprises, des investisseurs et du monde financier de la Place de Paris. (source euro-privateplacement.com)

L'année 2014 a connu une très belle progression des émissions EuroPP en France, mais l'activité semble atteindre un étiage depuis le deuxième semestre 2015.

Le nombre d'émissions est toujours soutenu, mais la taille de ces émissions est très variée : certaines sont significatives (de l'ordre de 500 M€), les plus petites sont de plus en plus petites...

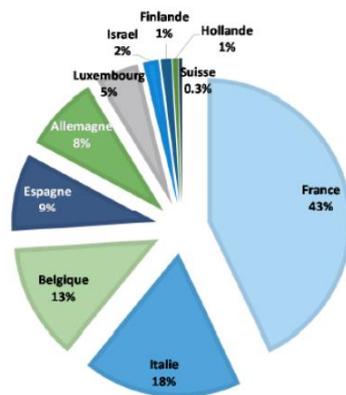
sachant que nombre d'émissions d'EuroPP restent confidentielles et ne sont pas répertoriées de façon publique.

2015 marque pour l'EuroPP le tournant vers l'international : 57% des émissions sont pour des émetteurs internationaux ; la base d'investisseurs s'élargit aussi vers l'international.



Dealogic Private Placement Review | Full Year 2015 Final Results | February 2016

## 2015 - Nationalités



Source : Dealogic

L'EuroPP est calibré cependant pour des financements supérieurs à 20 M€ (même si certaines émissions étaient bien en deçà de ce seuil). En effet, l'EuroPP nécessite l'intervention de plusieurs experts : originateur (banques), arrangeur, avocat, analyste financier, gérant... les négociations peuvent durer plusieurs mois, notamment pour les « covenants » (engagements contractuels) de la convention juridique, et les engagements pris par l'entreprise. Or, la compression générale des taux d'intérêt entraîne aussi celle du taux offert par les EuroPP : la rémunération de ces différents intermédiaires rend difficilement

rentable les opérations pour des financements trop faibles.

Quel est l'intérêt de l'EuroPP pour les entreprises ?

- Diversifier les sources de financement et ne plus dépendre des seules banques
- La présence d'un EuroPP au côté d'un crédit bancaire classique, syndiqué ou non, permet à l'entreprise emprunteuse de mieux négocier ses conditions (taux, covenants).
- L'EuroPP permet un remboursement in fine, approprié à un projet long qui ne délivre des cash flows qu'en fin de parcours, alors que les banques sont réticentes à accorder ce type de prêt.

*« Les banques sont plutôt sur des schémas de prêts amortissables, alors que les obligations remboursables in fine permettent d'attendre les premiers cash flows et donnent à l'entreprise le temps de se constituer un marché » (Jean-Jacques Pierre, CFO Sill Industries)*

*« Finalement, il existe une strate dans les besoins de financement qui ne peut, hors les banques, être adressée ni par les EuroPP (trop longs, trop chers à mettre en place) ni par le crowdfunding (limité jusqu'ici à 1 M€). Une solution serait de créer des instruments financiers simplifiés, (obligations privées spécifiques aux PME), avec une pré-négociation juridique et des covenants standardisés, adaptés aux PME et aux financements entre 5 et 15 M€... sachant qu'il faut éviter « l'autosélection » (ne récupérer que les « mauvais dossiers » exclus du financement bancaire).*

A l'étranger : l'exemple du Schuldschein et de l'USPP

Le **Schuldschein**, instrument de financement traditionnel des collectivités locales allemandes, est de plus en plus utilisé pour financer des PME et des ETI. Les Schuldscheine sont des prêts à moyen et long terme dont les termes et conditions se rapprochent d'emprunts obligataires, bien que juridiquement ce sont des prêts et non des valeurs mobilières (le Schuldschein est un certificat d'endettement).

- Placement privé : les informations requises sont limitées aux seuls investisseurs
- Coût limité : pas de notation ni de prospectus
- Restructuration difficile en cas de difficulté financière, car nécessite unanimité des parties prenantes

**L'US PP** est un instrument américain de financement des entreprises auprès de quelques investisseurs qualifiés, par obligation privée. L'US PP international est ouvert aux grandes entreprises du monde entier, l'US PP domestique finance de nombreuses ETI, notamment dans l'infrastructure et l'énergie.

- Evite d'avoir à divulguer trop d'informations au public
- Permet l'accès au financement à des entreprises non notées
- Permet à des entreprises non américaines de se financer sur le marché américain sans avoir à s'enregistrer auprès de la SEC.
- Très bonne connaissance mutuelle entre les entreprises et ceux qui les financent

#### **d) Les bons de caisse, remis au goût du jour par le financement participatif**

Le bon de caisse est un instrument ancien qui permet à des entreprises de se financer directement auprès d'un prêteur. Il s'agit d'un titre représentatif d'une dette, et non d'un instrument financier (comme une obligation) ou un contrat de prêt (comme une opération de crédit soumise au monopole bancaire).

L'ordonnance du 29 avril 2016 vient notamment modifier 2 caractéristiques juridiques :

- Les modalités de cession seront simplifiées, afin de faciliter la circulation des titres
- La détention de ces instruments ne sera plus anonyme, afin de ne pas permettre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme

Ces « minibons » sont des bons de caisse spécialement conçus pour le financement participatif. Ils pourront donc être échangés sur les plateformes de crowdfunding qui ont opté pour le statut CIP ou PSI.

## **7. Fonds Nova, Novo, Novi : créer un choc de capital**

Fonds Novo : après le fonds Nova (financement d'actions cotées de PME-ETI), le fonds Novo, lancé conjointement par la Caisse des Dépôts et 24 investisseurs institutionnels, est le premier fonds d'envergure de financement obligataire des PME ETI. Le fonds Novo a ainsi investi près d'1 Md€, et s'apprête à investir un autre volet de 400 M€.

La Caisse des Dépôts poursuit le mouvement en créant le fonds Novi (Nouvel Investissement) (près de 200 M€), pour les entreprises relativement petites et en

croissance. La palette de financement sera plus complète car Novi pourra offrir une combinaison de fonds propres, d'obligations et éventuellement de prêts.

## 8. **Un financement typiquement français : le crédit entre entreprises**

Le crédit entre entreprises peut prendre 3 formes différentes : le crédit entre entreprises d'un même groupe, le crédit-fournisseur, et le crédit entre entreprises d'un même secteur.

- Le crédit-fournisseur, ou délai de paiement, est particulièrement important en France. Il est souvent « subi » par le prêteur... pour cause de retards de paiement de ses clients. Or, le retard de paiement explique environ 25% des défaillances d'entreprises... Cette particularité très française (les retards sont moins importants en Allemagne par exemple) pèse lourd dans les besoins en fonds de roulement des entreprises.

*« L'élément clé est le délai de paiement, disproportionné en France et qui complexifie grandement le financement des PME et TPE. Le besoin de financement des TPE françaises est considérablement aggravé par ce délai de paiement (d'entreprises à entreprises), bien plus qu'en Allemagne par exemple ». (René Ricol, Président de Ricol Lasteurie)*

- L'article 167 de la loi Macron prévoit la possibilité à une entreprise disposant d'un excès de trésorerie d'offrir un prêt à une autre entreprise, même s'il n'y a pas de relation commerciale ni de lien capitalistique : pour cela, il faut que les deux entreprises (prêteuse et emprunteuse) partagent la même racine (2 chiffres) du code NAF (ceci afin qu'au sein d'une grande filière, automobile par exemple, les grandes entreprises à trésorerie excédentaire puissent soutenir les petites). Le décret n'est pas encore publié (au 21 mars 2016) ; cet article nécessite de modifier le CMF, puisque c'est une nouvelle brèche dans le monopole bancaire.
- Le parallèle du financement crédit-fournisseur est le développement de l'assurance-crédit. Pour l'assureur crédit, le rôle de prévention et donc d'analyse financière de presque toutes les sociétés (en France, près de 4 millions d'entreprises suivies par Euler Hermès) est au cœur du métier. Les assureurs-crédits développent donc d'énormes bases de données, avec des systèmes de cotation. Depuis 2008, chaque entreprise peut connaître sa propre notation, et rencontrer les analystes des assureurs-crédit si nécessaire.

## 9. **Les plateformes de financement participatif : des particuliers aux institutionnels**

Il existe 3 formes principales de plateformes de financement participatif (crowdfunding) :

- Les plateformes de dons (les plus anciennes)
- Les plateformes de financement en fonds propres : crowdfunding equity
- Les plateformes de financement en créances : crowdlending

Ces plateformes financent des particuliers, des entreprises, des associations, des projets... Certaines sont spécialisées dans un domaine (agriculture, art, musique...).

En France, les pouvoirs publics ont souhaité encourager le développement du financement participatif dans un environnement sécurisant pour les contributeurs (donateurs, prêteurs ou investisseurs), en adaptant la réglementation par l'ordonnance du 30 mai 2014, entrant en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2014. Un label « Plateforme de Financement Participatif Régulée par les Autorités Françaises » a aussi été créé pour identifier ces plateformes qui respectent ces nouvelles règles.

En France, plus de 80 plateformes de financement participatif ont été créées.

Parmi les principales :

Plateforme	Vers qui ?	Vers quoi ?	Comment ?
Lendix	PME françaises	Dettes d'entreprises	Prêts
Unilend	PME françaises	Dettes d'entreprises	Prêts (bons de caisse)
Wiseed	Startup, Immobilier, Coopératives	Fonds Propres (startups, immobilier) ou dettes (immobilier)	Actions détenues par des SAS (startups), obligation (immobilier), titres participatifs (coopératives)
Sowefund	Startups	Fonds Propres	actions
Prêt d'Union	Particuliers	Crédits à la consommation	Prêts
Investbook	PME françaises	Dettes d'entreprises	Obligations non cotées

Par nature, le financement participatif est un appel public à l'épargne (crowd signifie foule...). Initialement inventé pour les particuliers, il s'élargit aux investisseurs institutionnels de plus en plus présents.

## B. Quelle analyse ?

### 1. Actions ou crédit : est-ce la même analyse ?

Non... et oui.

C'est la même étude du métier, stratégie, moteurs de développement de l'entreprise, ainsi que l'étude sectorielle (« equity-story »). L'analyse financière est commune, les conclusions diffèrent :

- L'analyste actions s'attachera à la valorisation de l'entreprise
- L'analyste crédit sera focalisé sur les cash-flows à venir et la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette, donc à l'identification du risque (et de la rémunération de la créance).

## 2. Analyse quantitative ou/et qualitative ?

On peut approcher l'entreprise soit par les chiffres (comptes de la société bien sûr, mais aussi données économétriques, big data, analyses statistiques), soit par l'aspect qualitatif de l'entreprise.

Un exemple d'analyse quantitative est le partenariat Morningstar / Euronext : Morningstar suit ainsi de façon quantitative 330 PME-ETI cotées sur les marchés Euronext et Alternext.

Tous les analystes sont un peu quantitatifs puisque tous regardent les comptes de la société, déterminent certains ratios, se font une première idée.

Ensuite deux écoles : soit avec une part très importante du calcul quantitatif, sur d'innombrables données maintenant disponibles, soit en privilégiant le lien et la rencontre avec l'entreprise (dirigeant, opérationnels, mais aussi clients, concurrents...), et donc l'aspect humain de la relation, par ailleurs indispensable pour juger des éléments extra-financiers (gouvernance).

Ces deux écoles ne s'opposent pas forcément...

## 3. Comment ces investissements sont-ils analysés ?

- Actions cotées : même si on détache progressivement, comme le veut MIFID 1 et 2, l'analyse financière de l'exécution des transactions, il subsiste une corrélation : pour qu'un bureau d'analyse « couvre » (i.e. analyse) une société, il faut que celle-ci puisse « intéresser » le gérant de portefeuille. Il faut donc que le titre de l'entreprise soit suffisamment liquide et la capitalisation suffisamment importante pour que le gérant puisse l'incorporer dans son portefeuille sans buter sur des limites (internes, réglementaires ou contractuelles) d'emprise et/ou de liquidité...  
Il y a donc un nombre croissant de sociétés cotées qui sont « orphelines » d'analyse car « non couvertes » ; or, une entreprise qu'aucun analyste n'analyse ne suscitera plus d'intérêt de la part des investisseurs, etc... il est de plus en plus difficile de sortir de ce cercle vicieux.

*« C'est plus le manque de liquidité que la diminution des budgets de recherche qui entraîne la raréfaction de la couverture des plus petites capitalisations » (Jean-Christophe Liaubet, Responsable Analyse Small Caps Exane)*

- Actions non cotées : le rôle de l'analyste, essentiellement « buy side », devient celui de l'investisseur. Le modèle économique est évidemment très différent, avec un horizon beaucoup plus long. L'analyse est très longue ; le rôle du capital investisseur est plus actionnaire que financeur, et accompagne l'entreprise plusieurs années.
- Obligations cotées : beaucoup moins d'analyse « sell side » à disposition des investisseurs, la présence ou non de ces analystes est beaucoup moins déterminante dans le choix des courtiers. Un gros travail d'analyse est fait lors de la négociation ; ensuite, cette analyse, de plus en plus internalisée dans les (plus grosses) sociétés de gestion s'attachera plus à l'analyse du risque (étude des covenants, risque de provisions, etc) qu'à une recherche de valorisation ; le marché secondaire est de toute façon très faible.

- Obligation non cotées, placement privés et prêts : en général détenus dans des stratégies de « buy and hold » et donc portées jusqu'à maturité, et n'ayant pas vocation à être négociées. Là encore, l'analyse porte essentiellement sur le risque et sa dégradation éventuelle. La valorisation comptable n'est impactée qu'à la baisse (lorsque la règle du coupon couru est appliquée). Le métier d'analyste se rapproche fortement de celui d'un analyste bancaire.

A noter que le caractère confidentiel des placements privés oblige les plus grosses sociétés de gestion à organiser des équipes dédiées, afin de circonscrire la circulation d'information. Ce qui augmente le coût...

Le cas de l'analyse financière des plateformes de financement : de plus en plus, les plateformes utilisent un filtre quantitatif (le premier niveau exclut une part importante des dossiers, Lendix indique un chiffre de 70% par exemple), complété par des analystes de plus en plus nombreux, appelant les sociétés conservées pour obtenir des informations supplémentaires leur permettant de faire des prévisions.

Le caractère commun à toutes ces formes de financement est que l'analyse financière classique est difficilement rentable pour les plus petites entreprises, que l'on parle d'actions cotées (petites capitalisations) ou de petites émissions (créances d'entreprises quelque soit la forme).

Le problème principal de l'analyse financière classique, et plus globalement, de l'approche classique du financement des entreprises, est qu'on maîtrise une expertise et un déroulement adaptés aux grandes, voire très grandes entreprises, et qu'on décline cette même expertise sur les plus petites entreprises : on applique aux petites les méthodes utilisées pour les grandes... d'où une faible efficacité de l'écosystème.

Une autre caractéristique, presque contradictoire, est que plus l'entreprise est petite, plus elle est liée au caractère, qualités, personnalité de son ou ses dirigeants : donc plus le contact avec le management est essentiel dans l'analyse...

*« L'analyse financière ne doit pas se faire sans l'entreprise elle-même » (Sylvain de Forges, Président du Comité Financements du MEDEF).*

*« L'analyse financière est perçue par les PME comme une contrainte, à éviter, au lieu de correspondre à un service qui valorise l'entreprise. » (Bernard Cohen-Hadad, Président Délégué CGPME-Ile de France).*

*« Il faudrait un processus d'instruction et d'analyse financière plus rapide, plus simple, plus standardisé, pour les PME, tout en veillant à ce que les entreprises restent propriétaires de leurs données... » (Philippe Mutricy, Directeur de l'Evaluation, des Etudes et de la Prospective, BPI France)*

Impact de la taille de l'entreprise : on ne peut analyser une grande entreprise comme une ETI, une ETI comme une PME, une PME comme une TPE... Notamment les informations nécessaires demandées à l'entreprise sont différentes.

#### 4. Un risque unique ou un portefeuille de risques ? Analyse bilatérale ou granulaire ?

L'approche est très différente selon que l'investisseur porte un ou quelques risques concentrés sur quelques entreprises, ou un portefeuille de (nombreux) risques bien différenciés. Finalement il y a deux écoles :

- L'investissement porte sur quelques entreprises, que l'investisseur connaît extrêmement bien, qu'il accompagne pendant plusieurs années. Son investissement relève plus d'une participation, qui a nécessité une profonde analyse fondamentale, et du temps.
- L'investissement porte au contraire sur un portefeuille de risques (plus de 80 positions) pour lesquels on pourra se contenter d'une analyse moins profonde, largement quantitative (mais pas exclusivement). Dans ce cas, l'attention est surtout portée à la gestion du portefeuille lui-même, en veillant à ce que le risque soit le plus diversifié possible (secteur, géographique) ; il est « normal » qu'une fraction de ces risques se transforme en défaut : l'important est la taille de cette fraction...

Il est dangereux d'appliquer à un seul prêt une analyse suffisante pour un élément granulaire d'un portefeuille comprenant de nombreuses positions...

*« Il y a 2 écoles dans le financement alternatif : l'école de la diversification : réduire le risque par le nombre de positions (fonds de prêt, titrisation), et l'école du lien fort entre prêteur et emprunteur, avec une forte connaissance du dossier »  
(Jean Carvajal, fondateur d'Investbook)*

### III. Quelles Solutions ?

#### A. Sourcer des données de qualité

Lorsqu'on parle de données, on parle à la fois de données « publiques », qui sont ouvertes à tous pour des raisons réglementaires (société cotées, comptes publiés sur Infogreffe, etc...) et de données « privées », soit parce qu'elles sont réservées à certains utilisateurs (Banque de France, administration, etc...) soit parce qu'elles sont communiquées par l'entreprise à des destinataires choisis (certains créanciers, certains clients ou fournisseurs, etc...). Dans les deux cas, l'entreprise a tout à gagner à ce que cette information soit d'accès facile, récente, structurée.

Qui dit analyse d'une entreprise dit plongée dans les comptes (ou « données »). La problématique est bien différente selon la taille de l'entreprise, et, surtout, la cotation sur un marché organisé ou non.

*« Une source d'efficacité serait à trouver dans de nouveaux canaux d'informations, avec un process commun de sécurité de l'information via des protocoles d'accès définis, ce qui entraînerait un "pré-mâchage" du sujet et donc un gain de temps. » (Jean-François Boulter, Président du Directoire Aviva Investors France)*

## 1. Les comptes des sociétés cotées

Lorsque les entreprises décident d'être cotées sur un marché organisé, l'accès à leurs comptes est relativement simple. Les comptes sont disponibles sur de multiples bases de données (Bloomberg, Reuters, Datastream...) et sur le site internet des entreprises. Le document de référence est obligatoire.

Lors de la publication des comptes trimestriels ou semestriels, les mises à jour sont envoyées simultanément à toutes les bases de données ainsi qu'aux analystes, sociétés de gestion, etc... Ces données ne sont pas structurées : souvent sous forme pdf, elles doivent être ressaisies (par les fournisseurs de bases de données, par les analystes eux-mêmes)

Ces comptes font l'objet éventuellement d'un retraitement (telle dépense est-elle une charge d'exploitation ou un investissement ?). La plupart des bureaux d'analyse disposent d'un système organisé et harmonisé de retraitement, a minima par secteur (définition du BFR, définition de ce qui est exceptionnel ou courant, etc.). Certains bureaux poussent l'homogénéisation très loin, comme AlphaValue, y compris dans les projections (exemple, impact d'un cours du baril évalué à tel cours, etc...).

### Comptes sociaux et comptes consolidés – IFRS

Les entreprises sont tenues d'établir au niveau de la société (entité légale) des comptes sociaux qui, déposés auprès de l'administration fiscale (comptes fiscaux), servent de base à la détermination de l'impôt. Ces comptes sont déposés après approbation par les actionnaires aux greffes des tribunaux de commerce dans un délai de 7 mois après la clôture des comptes<sup>4</sup> à des fins de publication pour l'ensemble des partenaires des entreprises.

L'INSEE recensait en 2011 en France un peu plus de 3M d'entreprises (unités légales) et aussi environ 50 000 groupes qui établissent des comptes consolidés<sup>5</sup>.

Les groupes sont de manière générale aussi soumis à l'obligation de publication aux greffes des tribunaux de commerce de leurs comptes consolidés avec des demandes d'information plus larges pour les sociétés cotées. En droit français seules les sociétés civiles ne sont pas soumises à ces obligations. Ces comptes consolidés en « normes françaises » s'appliquent à des groupes qui ne sont pas cotés sur des marchés organisés et qui ne souhaitent pas utiliser les IFRS sur base volontaire.

En effet, dans l'univers des sociétés cotées (ou émettant de la dette) sur des marchés les comptes utilisés par les investisseurs sont les comptes consolidés en normes IFRS<sup>6</sup> (les sociétés cotées sur Alternext sont toutefois exemptées de cette obligation). Leur publication selon cette norme est obligatoire pour des entreprises cotées sur des « marchés organisés » depuis 2004 suite au Règlement européen du 19 juillet 2002 ce que la dernière Directive Comptable européenne a confirmé<sup>7</sup>. L'ESMA recense

<sup>4</sup> Le délai est d'un mois après l'AG qui se prononce sur les comptes et la gestion de l'exercice passé, cette AG devant se dérouler dans les 6 mois suivant la clôture de l'exercice.

<sup>5</sup> INSEE Focus n°4 avril 2014

<sup>6</sup> En France la société du Tunnel Prado Carénage qui est constituée d'une seule société ne publie pas ses comptes en normes IFRS mais selon les recommandations du Code de Commerce et du règlement CRC 99-03

<sup>7</sup> La directive comptable 2013/34/UE qui remplace les 4<sup>em</sup> directive (comptes sociaux) et 7<sup>em</sup> directive (comptes consolidés) entre en vigueur à compter des exercices ouverts en 2016.

ainsi en Europe 5500 groupes publiant ce type de comptes<sup>8</sup> et dans sa recension du suivi de l'application des normes IFRS, souligne que 55% de ces entités ont inclus dans leur groupe des filiales dont elles détiennent moins de 50% des droits de vote mais dont elles établissent qu'elles en ont le contrôle effectif<sup>9</sup>.

L'IASB a proposé de développer pour les entreprises qui n'entrent pas dans le champ des IFRS (marchés organisés) un référentiel simplifié appelé IFRS PME qui rencontre une adhésion variable selon les pays.

Enfin les investisseurs utilisent encore un autre jeu de compte, ceux venant des publications par segment (IFRS 8 dans le cadre des IFRS). Ces données limitées mais importantes pour les analystes sont déterminées par la « vision du management ». Ceci fait que pour certaines sociétés cotées ces données sont guidées par des principes divergents des IFRS pour déterminer l'indicateur clef qu'est le cash-flow d'exploitation. L'ESMA dans son étude de 2011 sur l'application de l'information par segment recense 8 groupes sur 118 qui utilisent des normes différentes comme par exemple les principes comptables américains (US Gaap), ce que relevait aussi l'étude de l'EFFAS de 2012<sup>10</sup>.

*Une solution de « mutualisation » serait la création d'une base de données (européenne ?) rassemblant tous les comptes publiés par les entreprises, « brutes » (sans retraitement), sous un format structuré standardisé (sans doute XBRL, voir ci-dessous). Cette base de données permettrait à tous, analystes et gérants, à coût modique, d'accéder aux informations des entreprises.*

*« Pourquoi ne pas construire une énorme base de données, avec un format universel, sous la responsabilité des Big 3 (experts comptables), permettant à chacun d'aller chercher les données brutes des entreprises cotées... ? » (Didier Le Menestrel, Président de la Financière de l'Echiquier)*

L'XBRL (eXtensible Business Reporting Language) est un standard ouvert basé sur XML (Extensible Markup Language) pour la collecte et l'échange électronique de données financières via Internet. Il a été développé initialement par l'association des comptables américains pour répondre aux besoins spécifiques du reporting financier tant interne qu'externe.

Le principe du langage XBRL consiste à identifier de façon unique chaque information (par exemple : « Fonds Propres ») dans un dictionnaire appelé taxonomie. Les informations répertoriées de manière structurée peuvent ensuite être reconnues, traitées, et présentées de différentes manières selon le type d'utilisation souhaité (comptes annuels, déclaration fiscale...).

L'utilisation de XBRL offre de nombreux avantages :

<sup>8</sup> En outre 840 entités cotées publient aussi leurs états financiers sociaux en normes IFRS.

<sup>9</sup> A contrario 13% des entités ne consolident pas des filiales dont elles détiennent la majorité du capital car elles n'en n'ont pas le contrôle en raison d'accords entre actionnaires.

<sup>10</sup> EFFAS et SFAF : the segment information practice of the biggest European companies. 2012

- il augmente la qualité des données collectées par l'absence de manipulations superflues, telles que le réencodage ou la ressaisie.
- il facilite l'échange de données au format électronique mais également leur traitement et leur analyse.
- il permet de réaliser des économies appréciables dans la mesure où les données peuvent être sélectionnées, réutilisées et reformatées selon le reporting demandé.

Le langage XBRL est devenu un des formats obligatoires de publication des comptes pour les sociétés cotées aux Etats-Unis ; il est utilisé par les banques centrales pour leurs reportings, ainsi que pour les banques soumises à Bâle II puis Bâle III (notamment les banques françaises).

En Europe, la Commission Européenne réfléchit à un standard informatique pour les données financières (entreprises cotées publiant des comptes consolidés en IFRS) (Directive Européenne 2013/50/EU), en confiant à l'ESMA une étude de faisabilité et d'analyse coût/bénéfices.

Cependant, l'adoption de ce langage rencontre beaucoup de réticences :

- XBRL en soi est peu onéreux, mais son utilisation est complexe et nécessite l'adaptation de logiciels comptables que peu d'entreprises souhaitent prendre en charge
- Beaucoup d'utilisateurs de données financières ont leurs outils sur Excel et ne souhaitent pas changer
- Certains craignent que l'adoption d'XBRL n'implique des biais mal mesurés, si la taxonomie utilisée n'est pas adaptée

## 2. Les comptes des sociétés non cotées

Les comptes et données des entreprises dont les actions ne sont pas cotées sur le marché organisé sont plus difficiles à récupérer, souvent avec un délai important. Certaines entreprises ont justement évité de se coter sur le marché car elles sont réticentes à dévoiler leurs comptes ou leur stratégie : crainte de la concurrence, impact trop violent de données trimestrielles ou semestrielles chaotiques, etc.

L'essentiel des données des entreprises non cotées provient donc du dépôt de leurs comptes au greffe (« Infogreffe »). Ces comptes constituent vite une « liasse fiscale » difficile à utiliser à l'état brut, y compris pour de petites entreprises, et qui appelle des retraitements ou des compléments d'informations apportés par l'entreprise et l'expert-comptable.

En théorie, le dépôt à Infogreffe est obligatoire pour toutes les entreprises. Dans la pratique, de nombreuses entreprises (environ 50%, notamment les plus petites) négligent cette formalité, quitte à payer une amende. La loi Macron 1 autorise les plus petites entreprises (moins de 700 K€ de CA) à ne pas publier leurs comptes (qui

doivent être déposés cependant). De même, depuis août 2015, les PME ont <sup>11</sup>la possibilité d'opter pour la confidentialité sur leur compte de résultat.

Dans la pratique aussi, le dépôt des comptes à Infogreffe n'est qu'annuel, et les délais sont particulièrement longs... Ainsi, au 1<sup>er</sup> juillet 2015, seul 14% des PME avaient déposé leurs comptes 2014... ce qui signifie que pour les 86% autres, on ne dispose au mieux que des comptes 2013.

L'accès à cette base Infogreffe est peu cher, mais cette base est illisible en elle-même car d'une granularité extrême. L'utilisation de ces milliers d'informations (pour une seule entreprise) nécessite une réelle expertise.

Quid d'une harmonisation des comptes européens ? La directive Accounting 2013/34/EU prévoit une harmonisation européenne ; c'est la synthèse d'une directive sur les comptes sociaux et une autres sur les comptes consolidés.

En France, l'Autorité des Normes Comptables a émis des règlements pour modifier certains aspects de la comptabilité française dans cet objectif.

Ce sont plus les principes qui sont communs : il y a beaucoup d'options ouvertes, et dans la pratique, la mise en œuvre est très locale (comme les IFRS). Dans la pratique donc, il est pour l'instant très difficile de « plaquer » un outil français, appuyé sur la liasse fiscale ou sur les comptes sociaux, à un autre pays européen.

### **3. Les bases de données existantes**

Il existe plusieurs fournisseurs de données qui transforment cette énorme masse d'informations en système d'information utilisables, dont Altarès, Ellisphère (ex Coface Services), Bureau Van Dyck.

Certains bureaux d'analyse préfèrent utiliser directement Infogreffe pour limiter les interfaces et les erreurs.

D'autres sites internet proposent de rassembler les informations sur les entreprises sur un seul site (prospects, CRM, etc...) : societe.com, corporama.com...

### **4. Les informations concernant la trésorerie des entreprises**

Ce sont les informations concernant les délais de paiement, les encours bancaires, les lignes de crédit obtenues, etc. Ces informations précieuses constituent le cœur du métier de prêt traditionnel des banquiers. Chaque banque ne connaît bien sûr que ce qui se comptabilise dans ses livres (l'entreprise peut avoir plusieurs banques...). Mais ces informations sont rassemblées dans la base Fiben, accessible à toutes les banques françaises.

Par ailleurs, certains bureaux (Altarès par exemple), disposent de partenariat avec des « fournisseurs obligatoires » (EDF, Orange, etc...), lesquels permettent de

---

<sup>11</sup> Sous réserve de satisfaire au moins deux des trois critères suivants : le montant net de leur chiffre d'affaires ne doit pas dépasser 8 millions d'euros, le total du bilan doit se situer en dessous de 4 millions d'euros, et le nombre moyen de salariés employés au cours de l'exercice ne doit pas dépasser 5

connaître les retards de paiement (ou le PEDEX : écart entre le délai de paiement réel et le délai contractuel).

## 5. Vers un système d'informations financières structurées des entreprises ? Projet « Dites le une fois »

Il faut distinguer le cas des comptes sociaux et des comptes consolidés :

- Pour les comptes sociaux, une grande partie des informations est déjà informatisée (liasse fiscale) ; le passage vers des données financières informatisées nécessite plus une concertation entre les parties prenantes et l'accord sur les moyens adoptés que la résolution de problèmes techniques.
- L'adoption d'un standard informatique sur les comptes consolidés pose une autre question : il faut en amont imposer une norme là où il n'y en avait pas, ou peu... les formats des comptes de résultats et bilans consolidés sont très hétéroclites. La mise en place d'un format électronique, quel qu'il soit, ne peut se faire sans une normalisation des comptes sociaux, donc en restreignant la liberté des entreprises et en imposant une grille de lecture...

Objectif :

- Simplifier les tâches administratives des entreprises (éviter de déclarer plusieurs fois quasiment les mêmes informations)
- Améliorer l'utilisation de ces données par l'écosystème (banques, analystes, actionnaires, organisations gouvernementales)
- Eviter les inévitables erreurs de ressaisie
- Faire des données financières un avantage compétitif dans le cadre du CMU

Mais :

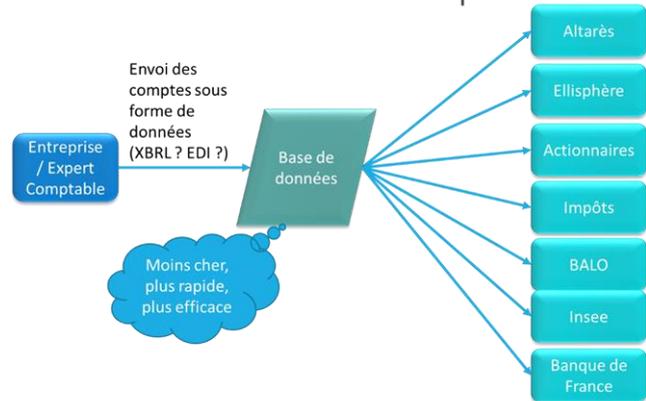
- Le marché (notamment les analystes et investisseurs) n'est pas spécialement demandeur de ces données structurées
- Les entreprises craignent une trop forte transparence
- La mise en place de standard entraîne un investissement préalable, notamment dans l'adaptation des chaînes comptables
- Les économies de coûts sont très diffuses dans l'écosystème, donc peu identifiables

Aujourd'hui : les entreprises déposent leurs comptes auprès d'Infogreffe, ainsi qu'à la Banque de France, à l'AMF, au BALO, auprès du Ministère des Finances, chez leur banque habituelle, etc... Une partie de ces transmissions se fait en fichier pdf, qu'il faut donc ressaisir ou scanner.

La loi Macron et l'Open Data ont tenté d'améliorer la fluidité des informations, notamment en ouvrant le monopole d'InfoGreffé et en transférant à l'INPI la mise en œuvre d'un portail en open data. Mais ceci a été fait sans réelle définition d'un objectif d'ensemble et en particulier en amont en ce qui concerne la structuration des données.

L'idéal serait un système d'informations tel que mis en place par les Pays-Bas : le SBR (Single Business Reporting), qui permettrait aux entreprises de ne déclarer qu'une fois, et qui donnerait un accès aux parties prenantes (banques, Banque de France, Ministère des Finances, actionnaires, analystes, etc...) graduel selon leur identité, leur droit et leur besoin.

## Projet Base de données financières des entreprises



Pour cela, il faut fixer un objectif long terme, avec des étapes intermédiaires afin que l'adaptation puisse se faire sans coût insupportable.

### 6. L'expert-comptable est garant de la qualité des données

Il n'est pas question de rajouter des tâches administratives pour les entreprises, mais de mieux flécher ce qui est déjà fait vers une organisation plus souple et fluide des données comptables.

L'expert-comptable, souvent intime de l'entreprise, est le mieux placé pour les PME-TPE pour remplir ce rôle de garant de la qualité des données et décharger le chef d'entreprise, afin que l'information de qualité (récente, complète...) circule facilement auprès des interlocuteurs de l'entreprise, à son bénéfice.

## B. Qui doit prendre en charge le coût de l'analyse financière ?

### 1. Situation actuelle : qui paye l'analyse aujourd'hui ?

La réponse à cette question peut, dans les grandes lignes, être résumée dans le tableau suivant :

Outil		Epargnant	Intermédiaire (SGP, banque...)	Entreprise
Fonds Propres	Public / coté	Actions cotées	✓ (via l'exécution ou le CSA)	✓
	Privé / non coté	Capital Investissement		✓
Créances	Obligations cotées		✓	✓

Créances non cotées	Obligations privées, prêts	✓	✓	✓
Prêt bancaire			✓	
Assurance-crédit			✓	

Source : A2 Consulting

Remarques :

- Etant entendu que les frais pris en charge par les intermédiaires (SGP (Sociétés de Gestion de Portefeuille), banques, assureurs-crédit...) sont ou devraient être répercutés sur les prestations qu'ils offrent à leurs clients...
- Les infrastructures (entreprises de bourse par exemple) sont bénéficiaires indirectes d'une analyse financière efficace et contribuant à l'écosystème... à ce titre devraient contribuer à la prise en charge.

## 2. Autre manière de poser la question : à qui profite l'analyse financière ?

Réponse : une analyse financière efficace profite à tous :

- Aux investisseurs qui mesurent leur prise de risque
- Aux émetteurs qui peuvent faire valoir la qualité de leur entreprise et donc obtenir de meilleurs financements ou une plus forte valorisation de leurs fonds propres
- Aux infrastructures de marché : plus d'analyse financière donc plus d'opérations et de transactions
- Aux intermédiaires (sociétés de gestion de portefeuilles, capital investissement...) dont l'analyse financière est au cœur de leur métier et de leur savoir faire
- A la collectivité dans son ensemble : moins de crise, plus de confiance, plus d'emplois...

On peut dire que c'est justement parce que son intérêt est diffus et partagé que l'analyse financière a tant de mal à identifier ses bénéficiaires et donc ses financeurs...

Un schéma possible serait de répartir la charge de l'analyse selon le besoin précis de chacun :

- L'entreprise finance l'analyse financière au moment de la levée de fonds (celle-ci doit pouvoir être très peu chère pour les PME-ETI). Le financement est plus facile car il est prélevé sur un montant levé sur le marché.
- L'investisseur finance le suivi de la créance ou de l'action (éventuellement via la société de gestion)

- Les infrastructures de marché financent une analyse financière notamment sur les actions cotées « orphelines » de suivi d'analyse
- La collectivité soutient la mise en place d'un écosystème où l'information nécessaire circule de façon fluide tout en protégeant le besoin de confidentialité des entreprises. Ainsi, un réseau social de financement (Fin'd'In), avec le parrainage des organismes de place (notamment l'Observatoire du Financement des Entreprises par le Marché et Observatoire du Financement des Entreprises) faciliterait la rencontre entre entreprises et financeurs, en simplifiant les flux d'informations.

Quel doit être le prix de la prestation d'analyse financière, de plus en plus indépendante de la transaction ? Il n'est pas question d'imposer un prix, lequel doit être le point d'équilibre entre l'offre et la demande, comme la plupart des prix... Cependant, il est nécessaire d'améliorer au maximum les conditions de ce « marché » (de l'analyse financière), en facilitant la circulation de l'information nécessaire, afin qu'émergent naturellement de l'écosystème les acteurs de ce « marché ».

Cependant... il est clair que pour que les PME-ETI puissent bénéficier de cette analyse, ce prix doit être extrêmement contenu pour rester à leur portée.

On voit donc se détacher 3 caractéristiques majeures :

- Une utilisation de plus en plus importante de l'analyse quantitative (devrait baisser le coût)
- Parallèlement, une forte prise en compte de l'extra-financier (importance de la gouvernance notamment)
- Une approche sectorielle indispensable

## C. Réduire les coûts afin d'être plus compétitifs

### 1. Nouveaux modes de distribution de l'analyse sell side

#### a) *Projet Résonance du CM-CIC : ouverture aux analystes indépendants*

Résonance est un projet du Crédit Mutuel-CIC qui consiste à offrir à des analystes indépendants la possibilité de publier leur analyse sur la plateforme CMCIC, pour des valeurs cotées non suivies par CMCIC.

Dans ce projet, chacun y trouve son avantage :

- CMCIC étend sa couverture
- L'analyste étend son public

Dans ce schéma, CMCIC n'est que le diffuseur, l'analyse financière est rémunérée par l'émetteur dans le cadre d'un contrat de suivi.

Les analystes indépendants, choisis selon leur expérience et leurs publications précédentes, doivent respecter une charte de qualité. CMCIC effectue un contrôle qualité identique à celui effectué sur les analyses internes.

**b) Nouvelles plateformes internet (« Airbnb » de l'analyse) : comment mettre un prix à l'analyse ?**

De nouveaux modes de distribution d'analyse financière apparaissent avec les plateformes de mise à disposition de recherche. L'utilisation de ces plateformes implique une rupture dans le mode de « consommation » d'analyse de la part des clients, essentiellement les investisseurs et les gérants... et une séparation totale, inscrite dans les directives MIF 1 et 2, de la rémunération de la recherche et celle de l'exécution des ordres.

2 exemples : Alphametry et ResearchPool

Alphametry :

- essentiellement sur les actions cotées, les ETF et les instruments de marché à terme cotés.
- Couvre 45 marchés boursiers (couverture mondiale)
- Agrégation de nombreuses recherches dans un format structuré, facile à lire

Research Pool

- Couverture actions (Europe et USA) et crédit
- Agrégateur de recherche de niches (small caps, actions émergentes, secteurs)
- Etablissement du prix de l'analyse financière de façon transparente
- Site complètement ouvert, pas d'abonnement nécessaire

**2. Mutualisation de l'analyse, complète ou partielle**

On peut mutualiser 100% de l'analyse financière ou crédit, ou seulement une partie (l'analyse des comptes, la compréhension du business model, l'analyse sectorielle, la valorisation selon différentes méthodes, la recommandation finale).

**a) Mutualisation d'analystes buy side**

C'est une solution assez simple pour diminuer les coûts de l'analyse financière et crédit : réunir plusieurs sociétés de gestion de taille moyenne et leur proposer de rassembler leurs forces.

Ceci répond notamment au besoin croissant de « documentation » des investisseurs institutionnels, clients des sociétés de gestion, tout en leur offrant une analyse financière et crédit « indépendante ».

Cette solution de mutualisation des équipes est sans doute plus adaptée à l'analyse crédit qu'à l'analyse action (souvent au cœur du modèle économique de la société de gestion, à tel point que pour nombre d'entre elles, les fonctions d'analyste et de gérant sont rassemblées dans les analystes-gérants).

**b) Vers une proposition « de Place » pour les small caps ?**

Les petites sociétés cotées sont souvent « orphelines » de suivi d'analyste : trop petites et trop peu liquide pour qu'un fonds puisse prendre une position importante, elles n'intéressent du coup ni les gérants, ni les analystes. Or, c'est un cercle vicieux : pas de suivi donc « pas d'histoire » donc pas de transaction, pas de hausse du cours...

Les acteurs de la finance française (investisseurs, entreprises, gérants, infrastructures...) doit prendre conscience que la promotion de la place financière de Paris passe par une mise en valeur des entreprises françaises : ceci ne peut se faire sans analyse financière, donc sans un effort partagé vers celle-ci.

Une tentative de mise en place d'analyse financière avec l'aide des infrastructures de place avait eu lieu en 2012-2013 (OFEM, Euronext, SFAF, AFG), mais s'était heurtée aux difficultés de financement et de mise en œuvre et au manque de communication vis à vis des sociétés.

## **D. Vers un écosystème favorable aux entreprises, notamment afin de renforcer leurs fonds propres**

### **1. Fiscalité à l'envers de l'épargne longue**

En France, l'épargne des ménages est très largement intermédiée : via l'assurance-vie, via le livret A, via les régimes de retraite. Le reste de l'épargne est majoritairement investi en OPC, et les Français détiennent très peu d'épargne en direct (actions). Or la réglementation de cette épargne intermédiée est majoritairement fléchée vers les obligations, notamment les emprunts d'Etat (dont la performance par ailleurs a été aidée par plus de trente ans de baisse des taux...). Par ailleurs, la préférence vers la liquidité détourne l'épargne des valeurs petites et moyennes, peu liquides.

Pour rééquilibrer ces biais vers un financement de la croissance plus efficace (vers les entreprises, notamment vers leurs fonds propres), il faudrait soit réduire le déséquilibre fiscal (favorisant trop le contrat d'assurance vie, souvent essentiellement en euro), soit inciter (en allégeant la réglementation) les outils collectifs à investir plus dans les actions.

### **2. Moins de réglementation**

La recherche d'une protection maximale de l'épargnant, surtout après les crises successives des années 2000, a conduit les régulateurs à multiplier les textes, rendant la régulation extrêmement lourde et complexe. Cet excès de régulation implique de la part du public une certaine méfiance vis-à-vis du sous-jacent, c'est-à-dire de l'entreprise...

### **3. Petit à petit, orienter la culture financière française vers l'entreprise et le financement**

En France le financement par l'endettement est plus « naturel » que par les fonds propres. Ceci a été permis grâce à un dispositif bancaire puissant, robuste et efficient.

Il faut dire que la culture française est très éloignée des entreprises, et de leurs fonds propres :

- forte aversion au risque
- méconnaissance du grand public

- forte importance donnée à la liquidité de l'épargne et à la protection du capital
- culture d'entrepreneurs qui ne souhaitent pas être minoritaires au capital de leur entreprise
- pas assez d'informations sur les entreprises, donc pas assez « d'histoire » d'entrepreneurs
- problème de l'impact patrimonial et fiscal de la transmission d'entreprise

#### 4. Les contre-exemples de portefeuilles orientés vers les actions

On peut trouver au moins deux contre-exemples de la tendance naturelle de l'épargne française à préférer les obligations : l'Épargne salariale (dont PERCO), et le Fonds de Réserve des Retraites

L'épargne salariale atteint 117,5 Mds€ à fin décembre 2015 (source AFG), soit une progression de 7% par rapport à fin 2014.

Environ 39% de ce montant est investi dans les fonds d'actionnariat salarié, et 61% dans les fonds « diversifiés », eux-mêmes largement en actions. A noter qu'une part croissante (31%) de cette épargne salariale diversifiée est investie dans des fonds « Investissement Socialement Responsable », soit 22 Mds€, en hausse de 14% par rapport à l'an dernier.

Les investisseurs non assujettis à Solvabilité 2 sont plus libres dans leur choix d'investissements, et sont généralement plus investis sur les marchés actions, surtout si l'horizon est long. Ceci leur permet d'afficher des performances supérieures (comme c'est le cas pour le Fonds de Réserve des Retraites)

Les améliorations à apporter à l'écosystème (réglementaires, fiscales) ne seront efficaces que lorsque, progressivement, sans doute aidée par les changements de génération, la culture française se sera rapprochée des entreprises.

## E. 2016 : Nouveaux outils, FinTechs et Analyse de demain

### 1. La base Fiben désormais ouverte à de nouveaux prêteurs

C'est une des grandes nouveautés de l'année 2015 : la base Fiben, jusque-là réservée aux établissements de crédit, sera après la loi Macron ouverte à l'ensemble des acteurs du financement de l'économie : assurances, mutuelles, institutions de prévoyance et sociétés de gestion gérant des fonds de prêts à l'économie pour l'ensemble de ces acteurs. La Banque de France est en négociation avec les principaux crowdfunders pour les intégrer dans le système.

Qu'est-ce que la base Fiben (Fichier Bancaire des ENTreprises) ? Il s'agit d'une base de données gérée par la Banque de France, centralisées et informatisées depuis 1976. Cette base est d'ores et déjà accessible et utilisée par toutes les banques françaises, pour leur permettre d'évaluer le risque (de défaut) des entreprises qui font l'objet d'un prêt. Via la base Fiben, la Banque de France dispose du plus grand suivi d'entreprises d'Europe (plus de 250 000 entreprises), qui font l'objet d'une cotation (et non d'une notation).

Que contient cette base ?

- les informations comptables, télétransmises par les experts-comptables sur un système propre à la Banque de France (identique à Infogreffe, mais plus rapide et plus exhaustif ; ainsi au 31/7/15, 60% des entreprises suivies avaient déposé leurs comptes au 31/12/14). Plusieurs dizaines d'années d'informations disponibles...
- Une mise à jour mensuelle de tous les crédits en France (donc information fraîche)
- les impayés
- la cotation Fiben, qui découle de l'ensemble de ces données financières et des éléments qualitatifs recueillis par la Banque de France

La Banque de France a prévu de mettre à disposition des prêteurs cette base pour une somme « modique ».

Néanmoins, l'accès sera soumis à quelques conditions :

- le siège social devra être en France
- engagement de confidentialité très important
- engagement d'enrichissement de la base : la base Fiben est un outil collaboratif. On ne peut accéder à Fiben que si on l'alimente par ses propres informations : encours de prêts, incidents de paiement, etc... Le périmètre des populations qui peuvent accéder à la base Fiben est défini par l'article L144-1 du Code Monétaire et Financier, essentiellement tourné autour de financeurs qui y ont accès pour apporter aux entreprises les concours dont elles ont besoin, tout en maîtrisant le risque de défaut. Les agences de notation et bureaux d'analyse, non directement financeurs, en sont donc exclus car ils ne peuvent y contribuer et ne sont pas prévus par le CMF.

Cependant, si l'esprit du CMF est logique (limiter la diffusion des informations de la base Fiben tout en y autorisant l'accès aux financeurs), la limitation aux acteurs contributeurs et donc l'accès interdit aux bureaux d'analyse indépendants est contradictoire avec le souhait partagé d'encourager la mutualisation des analyses financières au sein d'acteurs spécialisés sur lesquels les sociétés de gestion et les investisseurs peuvent s'appuyer.

*Une ouverture logique serait, parallèlement à l'incitation des nouveaux acteurs du financement alternatif à adhérer à la base Fiben (plus la base Fiben est exhaustive plus l'information donnée est complète et pertinente), d'autoriser les sociétés de gestion adhérentes à communiquer les éléments de la base Fiben aux bureaux d'analyse qu'elles ont sollicité pour ces prêts, en respectant les engagements de confidentialité<sup>12</sup>. Les bureaux d'analyse pourraient « contribuer » notamment via des analyses sur les éléments ESG.*

Sur quoi repose la « cotation Banque de France » ?

Cette cotation est dite « à dire d'expert », et est à la fois quantitative et qualitative.

---

<sup>12</sup> Dans les conditions fixées par l'article 3 du décret 2015-1854 du 30 décembre 2015, qui prévoit dans ce cas la conclusion d'un avenant au contrat entre la Banque de France et l'adhérent Fiben.

- Quantitatif : batterie de ratios, par secteur. 4 familles d'indicateurs : rentabilité, structure financière, visibilité, indépendance financière
- Qualitatif : éléments qualitatifs recueillis : presse, internet, entretiens avec les entreprises, banquiers
- Dimension RSE (développement durable) à l'étude, qui sera ajoutée ensuite.

#### **Un complément à la base Fiben : Opale (automne 2016).**

Opale : Outil de Positionnement et d'Analyse en Ligne des Entreprises, est un nouvel outil compris dans l'offre de « l'Espace Entreprises » que la Banque de France proposera aux entreprises :

- un produit « Analyse » :
  - une vingtaine de ratios clés de l'entreprise (CA, taux de marge, autonomie financière, trésorerie et structure financière...), comparés à ceux du secteur,
  - des éléments clés sur les délais de paiement clients et fournisseurs,
  - une analyse commentée des performances et de la structure financière, comparées à celles du secteur,
  - une approche en dynamique, au vu des deux derniers exercices,
  - une synthèse distinguant les points forts et les marges de progrès.
- un produit « Simulation »
  - la mise à disposition d'un diagnostic synthétique constitué d'un rapport intégrant :
    - une analyse de l'activité et de la rentabilité,
    - des éléments sur la structure financière sur deux années au maximum, en perspective avec les données sectorielles de sa classe d'activité,
  - les tableaux bénéficieront d'une aide en ligne pédagogique pour apporter toutes les explications nécessaires à chaque élément d'appréciation et d'analyse afin de fournir une expertise claire et bien comprise,
  - ce produit utilisera des informations présentes dans nos bases sans échange préalable avec le chef d'entreprise. Une saisie en ligne sera mise à la disposition du chef d'entreprise pour sélectionner une ou plusieurs options de simulation.

## **2. Les agences de notation ou de scoring**

Il est important de distinguer la notation publique, la notation privée, et le scoring :

- Notation publique : en général sollicitée par l'entreprise émettrice, soumise à la réglementation de l'ESMA, information publique. Plutôt pour les grandes entreprises

- Notation privée : sollicitée ou non (donc financée par l'entreprises émettrice ou par l'investisseur). N'est pas une information publique.
- Scoring : calcul à partir de données quantitatives, sans qu'il y ait d'interprétation ou de jugement humain.

Le paradoxe est qu'il y a en fait peu de demande pour une notation publique stricto sensu des émetteurs de petite taille :

*« Un émetteur de taille moyenne peut coûter moins cher en consommation de fonds propres (Solvabilité 2) s'il n'est pas noté par une agence, qu'un émetteur noté par une agence mais non IG (Investment Grade)... sous réserve que cet émetteur soit scoré l'IG par le système interne de l'investisseur, pour qui la taille compte moins. » (Laurent Pellerin, CA-CIB)*

Les agences de notations traditionnelles s'ouvrent aux plus petites entreprises, notamment Standards & Poors avec le service Mid Market Evaluations.

ScopeRatings, et SpreadResearch, IDMidcaps ont des processus très qualitatifs, adaptés pour des montants importants et/ou des grosses ETI.

BIPE Ratings (voir ci-dessous) et AltaValue ont des processus très quantitatifs, avec une forte expertise sectorielle.

Nom	Taille des entreprises suivies	Notation / scoring	Quantitatif / Qualitatif
S&P MME	ETI CA < 1,5 Md€	Notation publique et privée	Qualitatif (avec partie quant)
AltaValue	CA > 1,5 M€	Scoring	Quantitatif, appuyée sur une analyse sectorielle qualitative
Ellisphère Pôle Data		Scoring	Quantitatif
Ellisphère Pôle Analyse Crédit	Entre 10 et 150 M CA	Notation privée	Qualitatif, mais utilise score dans la réflexion
SpreadResearch	Entre 40M et 1,5Md €	Notation publique et privée	Très qualitatif / fondamental
IdMidcaps/NotaBene		Notation privée	Très qualitatif
Scope Ratings		Notation publique et privée	Qualitatif
BIPE	>10 M € CA	Scoring	Quantitatif

**NOTA-PME** est un système d'autonotation, de diagnostic et d'évaluation en ligne des entreprises, adapté aux PME et aux TPE. L'objectif est de proposer aux entreprises (via l'aide de leur expert-comptable) de renforcer leur pouvoir de négociation (vis-à-vis de leur banquier ou financeur), en corrigeant la lecture « fiscale » des comptes (par exemple en revalorisant la valeur d'un actif immobilier).

**EarlyMetrics** a la particularité d'être un bureau d'analyse spécialisé dans les startups, avec une importance très significative apportée à l'extra-financier. EarlyMetrics ne s'adresse pas qu'à la finance, mais d'abord à toutes les entreprises susceptibles d'interagir avec des startups : les premiers clients étaient des entreprises du CAC 40 qui avaient du mal à qualifier les entreprises partenaires quand il s'agissait de startups (vont-elles délivrer ce qu'elles nous ont promis ?). EarlyMetrics s'appuie sur 50 critères qualitatifs dans un processus très normé, dont une partie « dirigeant », une partie « projet », une partie « marchés ».

### 3. Les nouveaux outils de scoring, appuyés sur la modélisation mathématique

Scoring : projets du BIPE, Altares, Ellisphère.

Plusieurs bureaux d'analyse proposent (ou ont en projet de proposer) des scorings appuyés sur des modélisations mathématiques, permettant une « pré-analyse » précieuse car économisant beaucoup de temps d'analyse et donc de coût.

Ces modèles s'appuient sur une grande expertise mathématique et une grande expérience (ces bureaux appliquent ces méthodes à de nombreux domaines depuis plusieurs dizaines d'années). Ils sont souvent complétés par une analyse sectorielle poussée.

Ces outils innovants permettent d'abaisser considérablement la barrière du coût, et donc de l'utiliser là où la taille des entreprises ou des émissions de créances ne permettent pas la rémunération d'une analyse classique fondamentale. Cette technologie permet ainsi une démocratisation du recours au financement non bancaire pour les entreprises, en permettant la granularité pour le prêteur ou l'investisseur et la fluidité (processus plus rapide) pour l'emprunteur.

L'utilisation de ces outils est sans doute à compléter par une approche « de portefeuille » : diversifier les créances sur de nombreuses entreprises, de secteurs, d'expositions et de sensibilités différentes. Elle n'affranchit pas l'investisseur de la relation avec le chef d'entreprise : plus la taille de l'entreprise est petite, plus la gouvernance et la qualité du management sont primordiales pour le développement de l'entreprise.

Importance de l'analyse sectorielle : l'analyse sectorielle est indispensable à l'analyste pour se projeter au-delà du court/moyen terme et lui apporte de la visibilité pour établir des prévisions à long terme pour l'entreprise.

La classification sectorielle est complexe : sur les marchés d'actions cotées, les grands indices choisissent la classification GICS (MSCI) ou ICB (Stoxx). En France, chaque entreprise a un code secteur dit « secteur NAF ». Mais il n'est pas toujours représentatif de la réalité économique, souvent pour des raisons historiques (l'entreprise a changé au cours du temps).

#### 4. Des Fintechs pour résoudre la problématique de « sourcing »

Une des grandes difficultés dans le financement alternatif des PME ETI est de trouver et identifier les entreprises à financer, rôle largement assumé par les banques.

2015 voit la création de plateformes de mise en relation des entreprises non pas avec le grand public (crowd) mais avec les sociétés de gestion et/ou les investisseurs institutionnels.

L'exemple de FirmFunding, plateforme de mise en relation entre entreprises souhaitant se financer et investisseurs institutionnels (donc « professionnels » au sens AMF). FirmFunding vise la strate d'entreprises dont les besoins de financement (entre 1 et 10 M€) sont trop petits pour justifier un EuroPP traditionnel (trop cher) et trop gros pour être traité facilement et rapidement par les banques. L'objectif de la plateforme est de simplifier l'information en gardant l'essentiel, de supprimer les intermédiaires, de raccourcir les délais. Pour cela, FirmFunding a mis en place des partenariats avec des cabinets d'experts-comptables, avec le BIPE (pour la partie analyse) ainsi qu'avec des cabinets d'avocats pour proposer des EuroPP « clés en main ».

#### 5. Demain : l'analyse financière « robo-analysor » ?

Il est à prévoir que l'analyse financière connaisse la même révolution technologique que celle observée dans d'autres secteurs, avec l'émergence de nouveaux acteurs.

*« Le perfectionnement des techniques de traitement du « big data » va permettre non seulement de donner des réponses aux questions quantitatives, mais permettra aussi de rendre quantitatif une partie du qualitatif. » (Gérard Soularue, Président de la Commission Economie et Croissance, CCI Ile de France)*

Ce saut technologique, appliqué à l'analyse financière, sera sans doute une révolution technologique qui va permettre une forte réduction des coûts de l'analyse.

#### 6. L'importance de l'extra financier

En parallèle de la montée inéluctable de l'analyse quantitative, de plus en plus intelligente grâce au big data, il est clair que l'approche de l'extra-financier, surtout pour les PME-ETI, devient indispensable, et notamment pour la gouvernance.

*« Il est impératif de compléter l'approche financière comptable par des informations non financières, et mettant l'accent sur l'extra-financier : apprécier le projet dans sa globalité, besoin d'adhésion au projet de l'entreprise, besoin de mettre en place un système de remontée d'informations tout au long de l'année, gouvernance d'une autre nature. Tous ces éléments sont de nature à rassurer et améliorer la confiance. » (Philippe Arraou, Président du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables).*

On pourrait donc imaginer un monde où l'analyse serait bipolarisée entre de l'analyse quantitative et de l'analyse très qualitative, extra-financière.

A noter que des développements sont en cours tant à la SFAF qu'à l'EFFAS<sup>13</sup> afin de déterminer des standards d'information extra-financière.

## F. Aider les entreprises à s'aider elles-mêmes – faciliter les nouveaux financements

### 1. Travail de communication vers les entreprises pour leur faire connaître ces nouveaux financements

Les témoignages que nous avons recueilli montrent une grande méconnaissance des nouvelles possibilités de financement pour les entreprises ; ces outils sont complexes il est vrai. S'ouvrir à de nouveaux financeurs et donc de nouveaux interlocuteurs peut être très difficile pour les chefs d'entreprise :

*« Cette activité très chronophage rebute les chefs d'entreprise qui n'en ont pas l'habitude. Notamment pour les entreprises familiales qui n'ont jamais eu de comptes à rendre à des tiers, la marche est haute. » (Hervé Lecesne, Président de Nactis Flavours).*

*Il serait donc nécessaire de lancer une grande campagne d'information, à destination des entreprises mais aussi de ceux qui les accompagnent : expert comptables (leur rôle est fondamental car c'est le premier tiers de confiance de l'entreprise dans le domaine financier) et attachés de clientèle dans les banques.*

Il s'agit d'expliquer les nouveaux outils (obligations, EuroPP) en « déjargonner » les termes financiers.

Il existe déjà des outils :

- Guide didactique de la FBF sur le financement court terme des TPE
- Guide du routard du crédit (Banque de France et Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables)

Par ailleurs, la Banque de France va nommer dans chaque département un Correspondant TPE, premier point de contact avec les TPE (discours de François Villeroy de Galhau du 15 janvier 2016).

### 2. Les entreprises ont besoin de communiquer

Les entreprises sont souvent réticentes à communiquer des informations sur la vie de l'entreprise car elles ont souvent la perception que ces informations, utilisées à mauvais escient, pourraient se retourner contre elles...

Ainsi, réaliser des marges bénéficiaires trop élevées, et laisser cette information « publique » (en communiquant les comptes à Infogreffe, par exemple) peut s'avérer être un danger dans les négociations inter-entreprises (entre un fournisseur et son client par exemple).

<sup>13</sup> EFFAS : The European Federation of Financial Analysts Societies

Or, dans le monde d'aujourd'hui (internet, réseaux sociaux, e-reputation, etc...), l'information existe déjà ! Il vaut donc mieux que ce soit l'entreprise qui contrôle et maîtrise cette information.

*« Il y a un important problème de communication pour les PME si l'information est essentiellement dans la tête du patron : il faut donc aider le patron à prendre les choses en main. Les chefs d'entreprise sont prudents et ont le sentiment qu'ils seront pénalisés s'ils en disent trop (communiquer est dangereux) ». (Jérôme Cazes, Mycercle.net)*

*« Il y a même une sorte d'autocensure qu'il faut combattre : le dirigeant ne va pas voir son banquier car il pense que ce sera long et difficile, quitte à se contenter d'un demi projet par autofinancement, voire même à renoncer totalement à son projet...» (Fabrice Pesin, Médiateur du Crédit)*

#### **a) Prévenir avant les crises**

L'entreprise a tout intérêt à communiquer en amont des difficultés (trésorerie, accidents de parcours) : bien expliqué, et sans prendre le créancier (banquier, investisseur...) par (mauvaise) surprise, les difficultés passent mieux.

#### **b) Communication vers l'ensemble des parties prenantes**

Il n'y a pas que les banquiers et les financeurs : l'entreprise a tout intérêt à bien communiquer vis-à-vis de l'ensemble des parties prenantes de son écosystème : clients, fournisseurs, actionnaires, mais aussi salariés (parfois eux-mêmes actionnaires).

#### **c) Différents cercles de communication entre le tout public et le très privé**

Entre la société cotée sur les marchés dont l'information est publique et très règlementée, et l'opacité d'une entreprise qui craint de divulguer trop d'informations et préfère rester secrète, on peut imaginer une communication graduelle (les « cercles » de Mycercle.net) : les clients (dont un cercle spécifique pour les grands clients), les fournisseurs, certaines banques, etc...

L'entreprise doit communiquer, mais doit choisir l'information communiquée et les destinataires de cette information. L'entreprise n'est pas obligée de dire la même chose à tout le monde...

### **3. Le rôle clé de l'expert-comptable**

L'expert-comptable est parfois comparé au « médecin de famille » de l'entreprise, avec à la fois une excellente connaissance et une grande confiance. Il est naturellement au cœur des informations financières de l'entreprise. Il est à même de communiquer ces informations, si nécessaire, en engageant sa responsabilité avec la notion « d'assurance modérée ».

Les experts-comptables ont donc tout intérêt à élargir leur mission exercée auprès des entreprises, notamment vers l'aide au financement (rôle autorisé maintenant par l'article 62 de la loi Macron).

L'expert-comptable est donc clé pour aider l'entreprise à mieux se « vendre » et communiquer à l'extérieur. Ce rôle accru peut aider à la fidélisation et à la montée en gamme de la profession.

*« Les experts-comptables devraient voir de façon positive des missions d'accompagnement utiles et appréciées de leurs clients ». (Patrick de Cambourg, Président de l'Autorité des Normes Comptables).*

#### 4. Vers un outil de représentation simplifié des entreprises

*L'idée est de mettre en place un outil simple et pré-formaté permettant aux entreprises de se « montrer » telles qu'elles le souhaitent à leurs financeurs (nouveaux et anciens) : le Fin'Profil.*

- Une première partie, quantitative, serait calculée « automatiquement » à partir de la liasse fiscale (en utilisant un outil type NOTA-PME).
- A partir de ce calcul « automatique », un premier diagnostic est fourni ; on peut affiner ce diagnostic en ajustant les informations, avec l'aide de l'expert-comptable.
- Une deuxième partie, qualitative, serait remplie par l'entreprise si elle le souhaite (i.e. lorsqu'elle veut obtenir un financement, y compris du BFR) (accompagnée par son expert-comptable éventuellement)
  - Métier (quelques lignes)
  - Positionnement concurrentiel
  - Principaux concurrent
  - Concentration de la clientèle
  - Facteurs différenciant
  - Années d'expérience du dirigeant
  - Effectifs
  - Turnover
  - Forces Faiblesses Menaces Opportunités
- Une troisième partie est plus attachée à un projet, donc à un financement adossé
  - Business plan
  - Tableau de flux prospectif
- L'accès à ces informations (hormis celles calculées automatiquement à partir de la liasse publiée sur Infogreffe) serait confidentiel : c'est l'entreprise qui décide à qui elle souhaite communiquer ces informations ; elle peut moduler l'accès à ces informations selon le type d'interlocuteur
- Ce document pourrait être utilisé par l'entreprise à chaque fois qu'elle souhaite obtenir un financement, changer de banque, renégocier son prêt, trouver de nouveaux partenaires...

*« Il faut convaincre les chefs d'entreprise qu'ils ne sont pas obligés de dire les mêmes choses à tout le monde ». (Jérôme Cazes, Mycercle.net)*

*« Pour beaucoup d'entreprises, le temps (notamment celui de son dirigeant) est une très forte contrainte, et il leur est particulièrement coûteux et pénible de redire X fois le même discours. » (Fabrice Pesin, Médiateur du Crédit)*

## IV. Conclusion

Des nombreux entretiens que nous avons réalisés au cours des derniers mois, il ressort de ce vaste horizon une très forte convergence vers la nécessité d'une analyse financière éclairée comme instrument pour élargir les moyens de financement de l'économie et des entreprises de croissance.

Pour que cette analyse financière puisse s'opérer, il est toutefois indispensable que les entreprises prennent elles-mêmes conscience de la nécessité de communiquer de façon organisée leurs données économiques et financières, y compris de façon sélective. L'innovation digitale a tout son rôle à jouer pour optimiser le partage de l'information à prix contenu.

Il est également impératif que l'ensemble des acteurs de la Place financière s'organisent et acceptent, collectivement, de contribuer au financement de cette démarche, notamment à l'égard des PME, qu'elles soient cotées ou non, souvent plus éloignées des décideurs centraux (et là le numérique aura son rôle à jouer !). Le rôle de la Place n'est pas d'imposer une analyse financière « d'en haut », mais d'organiser la circulation choisie de l'information, au bénéfice de l'entreprise à financer, y compris en veillant à la confidentialité nécessaire (Fin'd'In). Ceci pourrait se faire sous forme d'appel à projets auprès d'acteurs capables de fédérer et organiser cette « place d'information », avec une gouvernance acceptée de tous. Ce Fin'd'in n'a pas pour objectif d'être un monopole obligatoire, mais un exemple de bonnes pratiques sur ce nouveau mode de communication.

Il s'agit donc de mettre en place, avec l'accord de l'ensemble des parties, ce nouvel outil à fort contenu pédagogique, introduisant de nouvelles formes de communication et de dialogue entre le monde de la finance et celui des entreprises. Bien réparti, le coût financier de cette décision apparaîtra comme modeste dans le coût global du marché.

Nous sommes conscients que la mise en place de ces outils est un travail de longue haleine, qui peut ne porter ses fruits que dans plusieurs années, surtout si on choisit un mode « incitatif » et non « obligatoire ». Cependant, nous sommes aussi persuadés que cette mise en place doit démarrer dès aujourd'hui.

Les entreprises françaises ont de très nombreux atouts à faire encore mieux connaître internationalement. Il est donc de la responsabilité de la Place de démontrer l'efficacité et la transparence de son écosystème financier pour y attirer les investisseurs du monde entier.

## V. Recommandations :

### A. Simplifier la vie des entreprises

1. Simplifier les tâches administratives des entreprises en rassemblant toutes les déclarations des entreprises dans une seule base de données, avec un accès à ces informations différent selon l'utilisateur (fisc, URSSAF, financement, public, etc...), type base Single Business Reporting aux Pays-Bas, avec des données structurées (XBRL ?)
2. En parallèle, créer un droit de regard des entreprises sur toutes les données les concernant, et, éventuellement, leur diffusion

### B. Outils d'information

3. Mettre en place un outil formaté et simplifié de représentation des entreprises qui souhaitent se financer : Fin'Profil (Informations Clé des Entreprises)
4. Mettre en place une Place d'Information Fin'd'in, interface entre les entreprises et leurs financeurs (ainsi que les autres acteurs de l'écosystème : clients, fournisseurs)
5. Mettre en place une « Analyse Socle », quantitative, proposée d'emblée aux entreprises, à très bon marché.
6. Mettre en place un « carnet de commande d'analyse financière » Fin'Book, afin de permettre la rencontre entre l'offre (analystes) et la demande d'analyses (entreprises cotées ou non souhaitant être analysées, investisseur détenteur d'actions ou de créances d'une entreprise non suivie)
7. Inciter les nouveaux acteurs du financement alternatif à adhérer à la base Fiben, et autoriser les sociétés de gestion adhérentes à communiquer les éléments de la base Fiben aux bureaux d'analyse indépendants qu'elles ont sollicité pour ces prêts, en respectant les engagements de confidentialité <sup>14</sup>. Ces bureaux d'analyse indépendants pourraient « contribuer » sur certains aspects (éléments ESG ou données sectorielles par exemple).

### C. Favoriser le marché

8. Mettre en place une Obligation PME, privée, simplifiée, pré-négociée, dont le coût serait bien moindre, permettant de financer des émissions de petite taille (moins de 10M€)
9. Assouplir le cadre règlementaire du financement participatif (en levant le plafond de 1M€ à 5M€)

### D. Encourager l'écosystème

10. Campagne de communication et d'explication vis-à-vis des PME –ETI ("aidez nous à vous aider").
11. Encourager le scoring via l'analyse du big data (appel à projets ?), en capitalisant sur l'expertise mathématique française.
12. Encourager les initiatives privées de « partage » de l'analyse financière (plateformes internet), ou de mise en relation entre financeurs et financés.
13. Réconcilier la fiscalité et les besoins de financement des entreprises (ne pas favoriser la détention d'actifs courts et peu risqués en pénalisant celle d'actifs longs, type actions)

---

<sup>14</sup> Dans les conditions fixées par l'article 3 du décret 2015-1854 du 30 décembre 2015, qui prévoit dans ce cas la conclusion d'un avenant au contrat entre la Banque de France et l'adhérent Fiben.

14. Alléger Solvabilité 2 et le réaligner avec les besoins de l'économie (ne pas pénaliser les actions)
15. Faire reconnaître l'analyse financière comme de la « recherche », i.e. faire bénéficier les bureaux d'analyse plus facilement du Crédit Impôt Recherche, dès lors que les méthodes utilisées sont significativement innovantes.

## VI. Focus sur les principales recommandations

## A. « Fin'Profil » : Informations Clés de l'Entreprise

Objectif : permettre à l'entreprise de communiquer efficacement auprès d'interlocuteurs choisis, de façon simple et à moindre coût.

La partie quantitative de ce Fin'Profil doit être la plus automatisable possible, à partir de la liasse fiscale

Le chef d'entreprise peut se faire aider d'un conseil pour la mise en place de ce document, aussi bien pour la partie quantitative que qualitative. Ce rôle de conseil revient naturellement à l'expert-comptable de l'entreprise.

Ce « Fin'Profil » constitue une « base », nécessaire mais pas forcément suffisante, adaptée à une PME. Cette base doit être complétée par des informations supplémentaires lorsque l'entreprise est plus complexe ou plus importante (ETI).

Les données de « Fin'Profil », tout en protégeant la confidentialité souhaitée par l'entreprise, doivent être dans un format ouvert et interopérable (ne pas être liées à un logiciel particulier) ; une extension aux autres pays européens doit être possible.

Ci-dessous, à titre d'exemple, un outil en 3 volets :

### Description de l'entreprise

- Volet quantitatif, automatique (à partir des comptes déposés et donc disponibles dans les bases de données)
- Volet qualitatif, à la main de l'entreprise

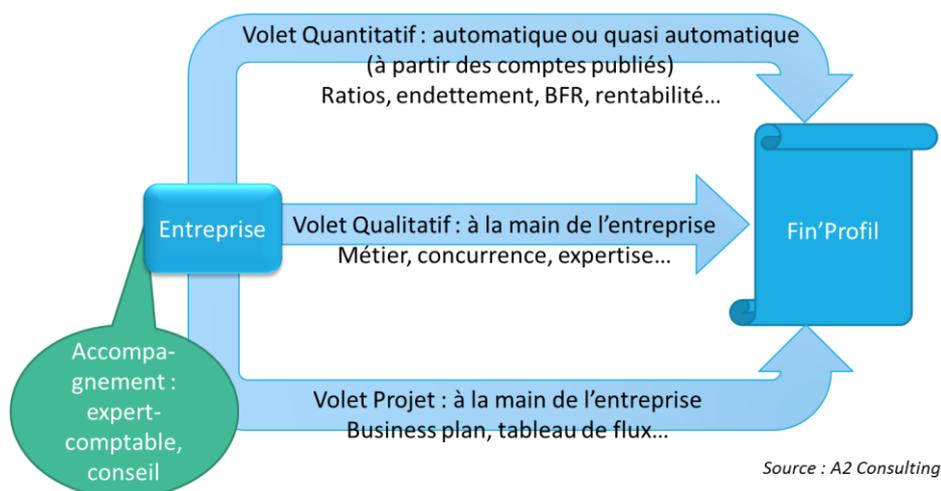
### Description du projet

- Business plan et tableau de financement

	Volet Quantitatif		Volet Qualitatif	Volet Projet
	Automatique (comptes publiés)	Manuel		
<b>Métier</b>				
Secteur Naf	X			
Secteur Naf requalifié			X	
<b>Business</b>				
Métier en quelques lignes			X	
Positionnement concurrentiel			X	
Concentration clientèle			X	
Marché			X	
Substantialité du produit			X	
<b>Gouvernance</b>				
Expérience du management	X		X	
Track record			X	
<b>Capital Humain</b>				
Effectifs	X			
Turnover		X		
Absentéisme		X		

	Volet Quantitatif		Volet Qualitatif	Volet Projet
	Automatique (comptes publiés)	Manuel		
<b>Structure du résultat</b>				
VA/CA	X			
EBIT/CA	X			
EBITDA/CA	X			
Résultat courant /CA	X			
<b>Structure de bilan (année N, N-1, N-2)</b>				
Endettement / Bilan	X			
BFR / Bilan	X			
Fonds Propres / Bilan	X			
<b>Rentabilité</b>				
RN/FP	X			
EBIT/FP	X			
EBIT/Capitaux investis	X			
<b>Activité</b>				
Rotation des stocks	X			
BFR/CA	X			
<b>Cash Flows</b>				
Capacité d'autofinancement	X			
Investissements	X			
Free Cash Flow	X			
<b>Projections</b>				
Echéancier des dettes à venir et des cash flows				X
Business plan				X
Description du projet				X

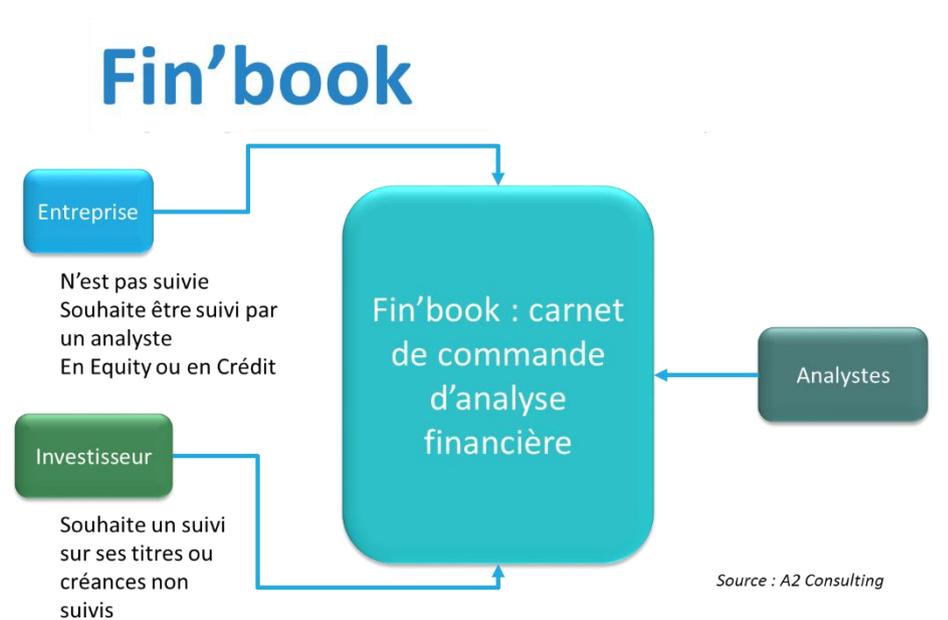
## Fin'profil



## B. « Fin'Book »

Objectif : faciliter la rencontre entre offre (analystes financiers) et demande d'analyse financière (entreprises cotées ou non souhaitant être analysées, investisseurs détenteurs d'actions ou de créances d'entreprises non suivies), via un « carnet de commande » ou « place de marché » électronique.

Plusieurs niveaux d'analyse peuvent être envisagés, selon la complexité et le niveau de valeur ajoutée.



## C. « Fin'd'in »

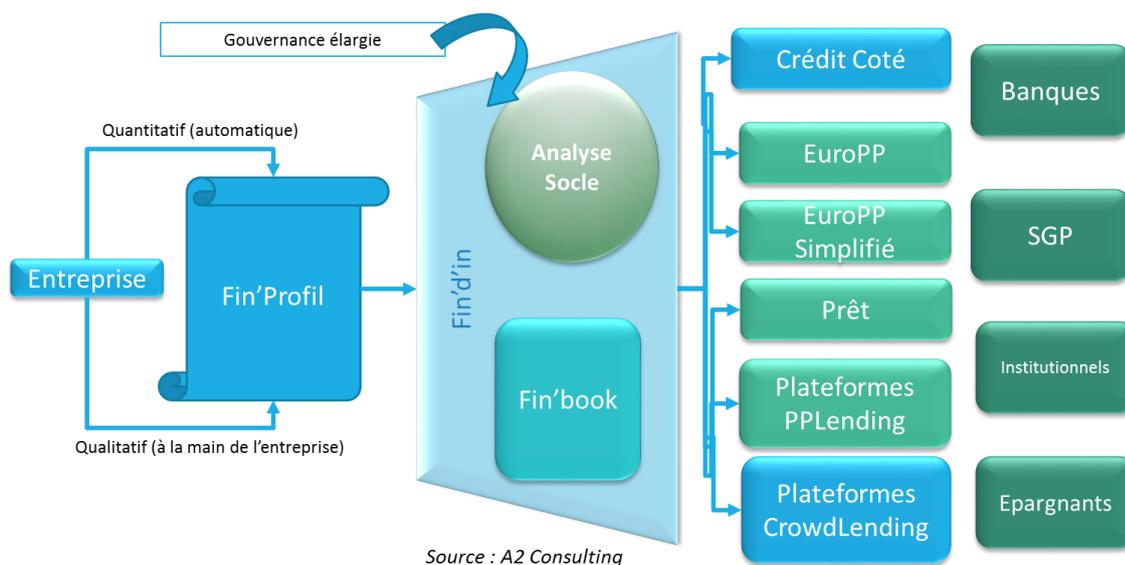
But :

- permettre aux entreprises de gérer la diffusion de leurs informations (contrôle des destinataires), financeurs et écosystèmes
- permettre une analyse financière quantitative, « analyse socle », financée en prélevant très peu à tout le monde lors des financements
- offrir la possibilité d'une analyse supplémentaire plus qualitative via le « Fin'Book »
- possibilité d'augmenter le niveau de sophistication de l'analyse en fonction de la taille du financement

Fin'd'in est une interface (un « hub ») entre l'entreprise et l'ensemble des financeurs (plateformes crowdfunding, euopp, etc...).

Y sont stockées les données quantitatives et qualitatives des entreprises, à destination des analystes, investisseurs et interlocuteurs qualifiés, donc désignés par l'entreprise.

Cette interface doit être gérée par une organisation/association de place, neutre et sans but lucratif.



## D. Obligation PME

But : fournir un moyen de financement non bancaire via une obligation privée avec les avantages du placement privé (notamment la confidentialité), mais « pré-formaté » et « pré-négocié » pour être plus accessible aux PME, moins long et plus simple.

L'objectif est d'adresser les financements entre 5 et 15 M€, trop gros pour du crowdlending, trop petits pour des EuroPP classiques

- Travail important en amont sur une convention juridique type, avec peu de covenants
- Les entreprises et les investisseurs doivent accepter une standardisation et renoncer à la personnalisation

## VII. Verbatim

« Autrefois, l'investigation (recherche des informations, comptes, résultats, données sectorielles, etc...) était essentielle, aujourd'hui ces informations sont disponibles de façon quasi universelle. La valeur ajoutée de l'analyste s'est donc déplacée... » (Eric Le Boulch, CEO CMC-CIC Securities)

« A ce stade, les produits obligataires se rapprochent du profil de risque d'une action (titres hybrides obligations convertibles, etc...) comme les actions de type "bonds proxy" à l'image des foncières cotée (REITS) ont le vent en poupe » (Romain Boscher, Directeur de la Gestion Actions Amundi).

« Les Small/Mid Caps représentent pourtant le socle de la pyramide de marché et assurent un rôle essentiel dans le renouvellement du compartiment des Large ». (Didier Le Menestrel, Président La Financière de l'Echiquier).

« L'approche du risque est fondamentalement différente entre le marché coté et le marché du non coté ; un facteur très important du risque du marché coté est le marché lui-même... le risque du marché coté est plus indépendant de la qualité du sous-jacent. C'est beaucoup moins le cas pour le marché du non coté, même s'il n'est pas complètement étanche ; la volatilité y est bien moins importante. » (Olivier Millet, Président du Directoire d'Eurazeo PME)

« L'ISR (Investissement Socialement Responsable) est une approche du risque par l'exclusion, le Capital Investissement approche la RSE par un rôle de transformateur, notamment pour la gouvernance et l'environnement » (Olivier Millet, CEO Eurazeo PME)

« Ces placements alternatifs leur permettent de capter de meilleurs rendements, et notamment la prime de complexité (exemple : aller chercher des entreprises avec des actifs industriels) et la prime d'illiquidité (ces placements sont difficilement cessibles) » (Thibault de Saint-Priest, associé-gérant d'Acofi)

« Les banques sont plutôt sur des schémas de prêts amortissables, alors que les obligations remboursables in fine permettent d'attendre les premiers cash flows et donnent à l'entreprise le temps de se constituer un marché » (Jean-Jacques Pierre, CFO Sill Industries)

« L'élément clé est le délai de paiement, disproportionné en France et qui complexifie grandement le financement des PME et TPE. Le besoin de financement des TPE françaises est considérablement aggravé par ce délai de paiement (d'entreprises à entreprises), bien plus qu'en Allemagne par exemple ». (René Ricol, Président de Ricol Lasteyrie)

« L'analyse financière ne doit pas se faire sans l'entreprise elle-même » (Sylvain de Forges, Président du Comité Financements du MEDEF).

« L'analyse financière est perçue par les PME comme une contrainte, à éviter, au lieu de correspondre à un service qui valorise l'entreprise. » (Bernard Cohen-Hadad, Président Délégué CGPME-Ile de France).

*« Il est impératif, surtout pour les PME-ETI, de compléter l'approche financière comptable par des informations non-financières, en mettant l'accent sur l'extra-financier : apprécier le projet dans sa globalité, besoin d'adhérer au projet de l'entreprise, gouvernance d'une autre nature » (Philippe Arraou, Président du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables)*

*« C'est plus le manque de liquidité que la diminution des budgets de recherche qui entraîne la raréfaction de la couverture des plus petites capitalisations » (Jean-Christophe Liaubet, Responsable Analyse Small Caps Exane)*

*« Il y a 2 écoles dans le financement alternatif : l'école de la diversification : réduire le risque par le nombre de positions (fonds de prêt, titrisation), et l'école du lien fort entre prêteur et emprunteur, avec une forte connaissance du dossier » (Jean Carvajal, fondateur d'Investbook)*

*« Une source d'efficacité serait à trouver dans de nouveaux canaux d'informations, avec un process commun de sécurité de l'information via des protocoles d'accès définis, ce qui entraînerait un "pré-mâchage" du sujet et donc un gain de temps. » (Jean-François Boulter, Président du Directoire Aviva Investors France)*

*« Un émetteur de taille moyenne peut coûter moins cher en consommation de fonds propres (Solvabilité 2) s'il n'est pas noté par une agence, qu'un émetteur noté par une agence mais non IG (Investment Grade)... sous réserve que cet émetteur soit scoré l'IG par le système interne de l'investisseur, pour qui la taille compte moins. » (Laurent Pellerin, CA-CIB)*

*« Le perfectionnement des techniques de traitement du « big data » va permettre non seulement de donner des réponses aux questions quantitatives, mais permettra aussi de rendre quantitatif une partie du qualitatif. » (Gérard Soularue, Président de la Commission Economie et Croissance, CCI Ile de France)*

*« Cette activité très chronophage rebute les chefs d'entreprise qui n'en ont pas l'habitude. Notamment pour les entreprises familiales qui n'ont jamais eu de comptes à rendre à des tiers, la marche est haute. » (Hervé Lecesne, Président de Nactis Flavours).*

*« Il y a même une sorte d'autocensure qu'il faut combattre : le dirigeant ne va pas voir son banquier car il pense que ce sera long et difficile, quitte à se contenter d'un demi projet par autofinancement, voire même à renoncer totalement à son projet...» (Fabrice Pesin, Médiateur du Crédit)*

*« Il faut convaincre les chefs d'entreprise qu'ils ne sont pas obligés de dire les mêmes choses à tout le monde ». (Jérôme Cazes, Mycircle.net)*

*« Pour beaucoup d'entreprises, le temps (notamment celui de son dirigeant) est une très forte contrainte, et il leur est particulièrement coûteux et pénible de redire X fois le même discours. » (Fabrice Pesin, Médiateur du Crédit)*

*« Il y a un important problème de communication pour les PME si l'information est essentiellement dans la tête du patron : il faut donc aider le patron à prendre les*

*choses en main. Les chefs d'entreprise sont prudents et ont le sentiment qu'ils seront pénalisés s'ils en disent trop (communiquer est dangereux) ». (Jérôme Cazes, Mycercle.net)*

*« Il faudrait un processus d'instruction et d'analyse financière plus rapide, plus simple, plus standardisé, pour les PME, tout en veillant à ce que les entreprises restent propriétaires de leurs données... » (Philippe Mutricy, Directeur de l'Evaluation, des Etudes et de la Prospective, BPI France)*

*« Pourquoi ne pas construire une énorme base de données, avec un format universel, sous la responsabilité des Big 3 (experts comptables), permettant à chacun d'aller chercher les données brutes des entreprises cotées... ? » (Didier Le Menestrel, Président de la Financière de l'Echiquier)*

*« Les experts-comptables devraient voir de façon positive des missions d'accompagnement utiles et appréciées de leurs clients ». (Patrick de Cambourg, Président de l'Autorité des Normes Comptables).*

*« Il y a de l'épargne disponible d'une part, et des besoins de financement non adressés d'autre part, mais pas assez de rencontre entre les uns et les autres » (Patrick de Cambourg, Président de l'Autorité des Normes Comptables).*

## VIII. Liste des personnes rencontrées

Régulateur / Pouvoirs Publics		
AMF	Gérard Rameix	Président
AMF	Etienne Cunin	Directeur adjoint en charge des PME/ETI
AMF	Catherine Balançon	Senior Advisor – Markets
Autorité des Normes Comptables	Patrick de Cambourg	Président
Autorité des Normes Comptables	Valérie Viard	Directrice de la Recherche
Banque de France	Claude Piot	Directeur des Entreprises
Banque de France	Fabrice Pesin	Médiateur du Crédit
Banque de France	Emmanuelle Trichet	Head of Short and Medium Term Securities
BPI France	Philippe Mutricy	Directeur de l'Evaluation des Risques et de la Prospective
Direction Générale du Trésor	Jean Boissinot	Chef du Pôle Analyse Economique du Secteur Financier
Direction Générale du Trésor	Thomas Marx	Adjoint au Chef du Pôle Analyse Economique du Secteur Financier
Organisation		
AF2I	Jean Eyraud	Président
AFG	Laure Delahousse	Adjointe au Délégué Général
Caisse des Dépôts	Thierry Giami	Conseiller, Direction Générale
CFA France	Myriam Ferran	Présidente
CGPME	Bernard Cohen-Hadad	Président de la Commission Financement des Entreprises
Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables	Philippe Arraou	Président
Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables	Elsa Simoni	Directeur, Missions d'accompagnement et de conseil
Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables	Eric Ferdujah Chérel	Directeur des Etudes
Croissance Plus	Jean Rognetta	Délégué général
EDHEC	Philippe Foulquier	Professeur
GIM	Yves Laqueille	Délégué général
GIM	Cyril Grimault	Directeur Administratif et Financier
MEDEF	Sylvain de Forges	Président du Comité Financements
MEDEF	Agnès Lépinay	Directrice des Affaires Economiques, Financières, et TPE/PME/ETI
MEDEF	François Gonord	Chargé de mission Senior, Direction Economie et Finances
Observatoire des Fonds de Prêt à l'Economie	Pierre-Henri Cassou	Président
Paris Europlace	Edouard de Lencquesaing	Conseiller
Entreprises		
Nactis Flavours	Hervé Lecesne	Président

Raise Partner	Sophie Echenim	CEO
Raise Partner	Cécile Corbin	Business Development
Sill Industries	Jean-Jacques Pierre	Directeur Financier
Thermador Groupe	Guillaume Robin	PDG
<b>Bourses</b>		
Enternext	Eric Forest	CEO
Euronext	Anthony Attia	CEO
<b>Bureaux d'Analyse</b>		
Alphavalue	Pierre-Yves Gauthier	Président du Directoire
BIPE	Pascal Le Merrer	Président
BIPE	Benoît Crespin	Manager
ID MidCaps	Sébastien Faijean	Managing Partner
<b>Expert-Comptable</b>		
Bricard-Lacroix et Associés	Agnès Bricard	Présidente
MMP Audit	Monique Millot Pernin	Fondatrice et dirigeante
Ricol Lasteyrie	René Ricol	Président
<b>Capital Investissement</b>		
Eurazeo PME	Olivier Millet	Président du Directoire
<b>Gestion d'Actifs</b>		
Acofi	Nolwen Simon	Directeur de fonds - leasing stratégique
Amundi	Romain Boscher	Global Head of Equities
Amundi	Richard Butler	Responsable de l'Analyse Crédit
Amundi	Stéphane Taillepiéd	Responsable de l'Analyse Actions
Aviva Investors	Jean-François Boulier	Président du Directoire
AXA Investment Managers	Stéphane Janin	Head of Global Regulatory Development
Blackrock	Eric Wohleber	Directeur Général France
BNP Paribas Asset Management	Stéphane Blanchoz	CIO Alternative Debt Management
BNP Paribas Asset Management	Goulven Drevillon	Head of Structured Solutions, Alternative Debt Management
BNP Paribas Asset Management	Barbara Cohen	Head of Credit Research
CFJC Investments	Olivier Schatz	Directeur Général
CFJC Investments	Anne Bellavoine	Directeur Général
Comgest	Sébastien Thévoz-Chabuel	Analyste ESG
Comgest	Yann Gérard	Analyste ESG
Eiffel Investment Group	Fabrice Dumonteil	Président Directeur Général
Eiffel Investment Group	Guillaume Panié	Chef Produit et Développement
Eiffel Investment Group	Mathias Choussy	Director Investment
Eiffel Investment Group	Alexis Rostand	Client & Product Development
Eurotitrisation	Jean-Marc Léger	Directeur Général
Financière de l'Echiquier	Didier Le Menestrel	Président
Groupama Asset Management	Marie-Pierre Peillon	Directrice de la Recherche
Groupama Asset Management	Gaëlle Malléjac	Directrice des Investissements

La Banque Postale Asset Management	René Kassis	Directeur de la Gestion Fonds de dette
<b>Cabinet de Conseil – Audit</b>		
Cabinet FDA	François Delavenne	Président
Mazars	Fabrice Demarigny	Associé
Oliver Wyne	Olivier de Demandolx	Partner
<b>Base de données</b>		
Altarès	Yohan Benqué	Head of Business Development
Altarès	Laurence Augoyard	CEO
Ellisphère	Claire-Elisabeth Fritz	Affaires Règlementaires
Ellisphère	Valérie Attia	Directrice Générale
ESL Networks	Dominique Leblanc	Associé senior
IODS	Didier Davydoff	Directeur Général
<b>Agences de notation</b>		
EarlyMetrics	Sébastien Paillet	Founder
Moody's	Wilfrid Xoual	Senior Vice-President
Moody's	Ariel Weil	Vice Président
Morningstar	Jean-François Bay	Directeur Général France
S&P Rating Services	Fabien Kay	Director Mid Market Evaluation
Scope Ratings	Sophie Grenier	Head of Business Development
Spread Research	Julien Rerolle	Founding Partner
Spread Research	Philippe Tastevin	Vice-Président du Conseil de Surveillance
<b>Courtier / BFI</b>		
CA-CIB	Laurent Pellerin	Director, Debt Capital Markets
CM CIC Securities	Guillaume Angué	Directeur Général Adjoint
CM CIC Securities	Eric Le Boulch	Président Directeur Général
CM CIC Securities	Marc Gouget	Directeur de l'Analyse Financière Actions
Exane	Jean-Christophe Liaubet	Responsable analyse small et mid caps
ITG	Fabrice Dumontaud-Leger	Managing Director
ITG	David Angel	Managing Director
<b>Plateformes Internet</b>		
Alphametry	Fabrice Bouland	CEO
FirmFunding	Florence Vasilescu	CEO
Investbook	Jean Carvajal	Président Fondateur
Mycercle.net	Jérôme Cazes	Fondateur
Research Pool	Anne Gaignard	Directeur Commercial et Relations Clients
Research Pool	Pedro Fernandes	Co founder & Director
Unilend	Alain Elkaim	Directeur des Risques

