

NOTATION & EVALUATION :

DE QUOI PARLE-T-ON ?
COMMENT LES UTILISER ?

Avec le concours de :



Rédacteurs :

Pour l'ANACOFI : David CHARLET

Pour Climetrics : Laurent BABIKIAN

Pour Morningstar : Jocelyn JOVENE

Pour Nota-PME : Patrick SENICOURT

Avec l'aide de :

Pierre CASSAGNES

Emmanuel LABROUSSE

Version octobre 2021

AVANT PROPOS.....	2
NOTATION ET EVALUATION : D’OU CELA VIENT-IL ?	3
DE L’ECOLE	3
... A LA FINANCE	3
NOTATION ET EVALUATION : CE QUE DIT LA REGLEMENTATION.....	4
LES DIFFERENTES METHODES DE NOTATION ET D’EVALUATION	5
LA NOTATION FINANCIERE.....	5
LES NOTATIONS INSTITUTIONNELLES « EXOGENES ».....	5
L’AUTO-NOTATION.....	6
LA VALORISATION DES ENTREPRISES.....	7
LES ACTEURS DE L’EVALUATION	8
FOCUS SUR LA VALORISATION DES STARTUPS	9
L’EVALUATION DES FONDS D’INVESTISSEMENT.....	10
L’EVALUATION DES AUTRES ACTIFS NOTABLES.....	11
LA NOTATION EXTRA-FINANCIERE	11
LES PLATEFORMES DE CROWDRATING.....	11
LES ACTEURS : REDACTEURS DU RAPPORT	13
QUE MESURE CLIMETRICS	13
POURQUOI MORNINGSTAR NOTE LES FONDS ?.....	17
POURQUOI A. NOTATIONS ?.....	21
QU’EST-CE QUE NOTA-PME ?	24
QUID DE L’IMPACT DE LA CRISE COVID19 SUR LA NOTATION ?.....	28
LES ACTEURS : AUTRES ACTEURS (LISTE NON EXHAUSTIVE)	31
COMMENT LES UTILISER ET QUE RESTE-T-IL A LA CHARGE DES CGP/CFE QUI UTILISENT CES OUTILS ?	38
QUI UTILISE CES OUTILS ?	38
QUE DONNE UNE NOTE OU UNE EVALUATION ?	38
CE QUE NE FAIT PAS LA NORME :	39
NOUS RECOMMANDONS 8 PHASES QUI PEUVENT SE COMPRENDRE EN 4 SOUS PHASES :.....	39
LEXIQUE	40
ANNEXE : FOCUS ESG - LES AGENCES EXTRA FINANCIERES & LES INDICES	41

Si tout le monde en parle, peu de gens comprennent réellement ce que permet et même recouvre la notion de notation ou celle d'évaluation.

Pour beaucoup, si telle ou telle agence dégrade la note d'une entreprise ou d'un Etat, s'en est fini de sa réputation et les pires nuages s'amoncellent au-dessus de lui.

Qui se rend compte que lesdites agences ne cherchent pas à rendre compte de la même chose ?

Qui se rend compte que si certaines dégradations n'ont pas d'effets immédiats, c'est peut-être simplement que soit les acteurs ont déjà intégré la dégradation de la qualité, mais également, que l'agence qui vient de dégrader, ne s'intéresse pas à la capacité « immédiate » de la structure notée, à remplir ses obligations ?

Ceci rappelé, il faut également considérer que les notes et évaluations des Etats ne représentent qu'une fraction assez ténue de l'action des agences de notation ou d'évaluation.

Dans un univers financier de procédures et de normes, de ratios et de contrôles du respect des contraintes techniques par des autorités de plus en plus puissantes et tatillonnes, l'évaluation et la notation sont devenues essentielles pour tous les acteurs économiques.

Les grandes entreprises cotées devaient déjà être notées pour faciliter leur cotation en bourse et par là-même leur financement par les marchés.

Mais aujourd'hui, toutes les entreprises doivent être plus ou moins notées pour disposer d'un droit au crédit, au financement par tel ou tel mécanisme ou parfois, pour pouvoir concourir à l'obtention d'un marché ;

Elles doivent par ailleurs être évaluées, pour pouvoir être correctement transmises, acquises ou cédées.

Les fonds d'investissements le doivent, eux, pour être plus aisément pris en considération par les outils d'allocation des professionnels qui les recommanderont ou les intermédient.

Mieux encore, récemment, ce sont les assureurs qui ont découvert que leurs « actifs généraux », qui sous-tendent le principal outil d'investissement français à part l'immobilier, qu'est le « fonds euro », ne seraient pas considérés comme de même niveau de risque pour le client, selon qu'ils seront notés ou pas !?

Bref, tout ce que l'économie compte d'acteurs est aujourd'hui en situation d'être noté ou évalué et plus seulement pour une opération mais dans la durée ou même en continu, par non plus une institution, mais par une multitude d'acteurs, agences nationales ou micro officines privées et spécialisées.

Il en ressort que professionnels du conseil, de l'intermédiation ou dirigeants des entités notées ou évaluées, devraient maîtriser ce que signifient ces notions, savoir qui sont les acteurs qui se chargent de déterminer notes et évaluations, mais aussi et peut-être surtout, bien comprendre à quoi servent ces « appréciations ».

Il est également important de bien identifier ce qu'elles ne disent pas, mais que doit pourtant savoir et considérer le professionnel ou le dirigeant avant de réaliser ou recommander une opération.

Enfin, il peut s'avérer utile de définir un mode d'emploi des notes et évaluations.

Sans prétendre être exhaustif, ce document, à vocation pédagogique, a pour objectif premier de permettre aux professionnels et aux dirigeants d'appréhender l'univers de la notation et de l'évaluation et de leur fournir des propositions de *modus operandi*.

Il formule certaines recommandations constituant des suggestions méthodologiques visant à aider le lecteur à porter un regard constructif et critique sur des projets en attirant l'attention sur les points à ne pas négliger d'analyser « a minima », avant la proposition ou l'identification d'une solution.

Nous rappelons que les recommandations proposées ici ne sauraient aucunement remplacer l'intervention d'un professionnel expérimenté.

Toute représentation ou reproduction, intégrale ou partielle, faite sans le consentement de l'ANACOFI est illicite (loi du 11 mars 1957, alinéa 1er de l'article 40). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.

NOTATION ET EVALUATION : D'OU CELA VIENT-IL ?

DE L'ECOLE ...

L'idée même de notation n'a rien d'évident. Elle apparaît vers le 19^e siècle, comme celle de l'évaluation.

A l'origine, tout vient de l'école¹. Avant que l'école ne se pose la question de l'évaluation de l'élève, elle se posait celle de l'évaluation de l'enseignant et de l'utilité pour l'enfant, d'apprendre.

Pour faire simple, nous pourrions dire qu'avant les notes, il y eut la réalité et les mots. Le parent maintenait dans sa fonction l'enseignant s'il était satisfait des progrès de son enfant et maintenait son enfant dans un système d'apprentissage s'il le jugeait utile. Nul besoin dans ce cas de note.

La difficulté de ce système, c'est qu'il ne pouvait fonctionner que si l'éducation était une affaire de riches et de puissants et non si le système se démocratisait.

Avec la démocratisation, il semble qu'apparaît immédiatement l'appréciation et ... le classement ... l'évaluation comparative donc, mais pas immédiatement la note.

C'est par soucis de neutralité que les enseignants d'abord catholiques puis laïques, vont intégrer la notion de note chiffrée, qui d'abord indiquera à quel groupe (bon, mauvais, moyen, ...) appartient l'élève. En écartant petit à petit les limites entre la plus basse et la plus haute marque chiffrée, les enseignants du passé vont ensuite permettre de nuancer progressivement la qualité qui ressort du travail des élèves.

La note sur 20 dans l'enseignement, apparaît officiellement en France en 1890 et c'est précisément à ce moment que semble concomitamment murir l'idée d'évaluation de la qualité en général et plus spécifiquement, dans les entreprises.

Elle aboutira à la notion de « norme » mais on est bien dans le même univers, puisque pour normer, il faut évaluer.

... A LA FINANCE

Paradoxalement donc, c'est la prise de conscience qu'il faut des référentiels, pour améliorer la mise en œuvre neutre d'une action et la recherche de la qualité de ce qui est produit qui vont accélérer le ressenti du besoin d'évaluer et de noter de plus en plus de choses.

Il est impossible de remonter à la source les premières méthodes d'évaluation des entreprises et des titres financiers. Cependant il semble clair que c'est dans le courant du 16^e siècle que la notion de livres (pour les banquiers) va amener à un peu de vigilance quant à la valeur inscrite sur les registres. Mais il faudra attendre le 19^e siècle et le développement des bourses et des entreprises ou projets d'envergure, pour commencer à structurer les méthodes d'estimation et c'est même bien plus tard, autour de la seconde Guerre Mondiale, que les méthodes seront parfois inscrites dans les droits nationaux ou internationaux.

Fort logiquement donc, on constate que les agences de notation et les structures d'évaluation que nous connaissons aujourd'hui vont naître par vagues :

- Les vieilles agences américaines qui font trembler les Etats sont nées entre 1860 et 1915 ;
- Une seconde vague d'établissements se déclarant comme « agence de notation » (au regard de la loi ou pas) semble avoir commencée au milieu des années 80 ;
- Enfin, depuis le début des années 2000, avec la remise en cause de la logique de la notation et l'émergence d'un besoin de maîtrise spécialisé de la crédibilité des entreprises, des agences « d'évaluation » sont massivement apparues.

¹ Cf. Travaux et articles de Olivier MAULINI (Genève, Association Agatha 1996) ou Grégory CHAMBAT (CNT Education 78)

NOTATION ET EVALUATION : CE QUE DIT LA REGLEMENTATION

La réglementation américaine a été la première à considérer les agences de notation. Depuis 1975, la SEC² tient une liste des agences que l'on pourrait qualifier de « référentes ». Elle s'intéresse à celles qui émettent des notes qui peuvent donner une indication de la stabilité de l'entité évaluée. Plus récemment, dans les années 2000, la réglementation américaine a évolué pour tenter de diminuer le besoin de disposer d'une notation pour une entreprise.

La réglementation européenne quant à elle ne définit que les agences dites « financières³», ce qui signifie qu'elle ne s'intéresse qu'aux structures qui évaluent le risque de défaut d'un émetteur de dette financière.

Les agences de notation, au sens de la réglementation européenne, sont placées sous l'autorité de l'ESMA. L'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA⁴) est une autorité indépendante qui « œuvre à l'amélioration de la protection des investisseurs, à garantir le bon fonctionnement des marchés financiers et à assurer la stabilité financière afin de maintenir la croissance économique ». Elle met à disposition de tous une liste d'agences agréées.

² SEC : Security and Exchange Commission

³ Règlement CE 1060/2009

⁴ ESMA : European Securities and Markets Authority

LES DIFFERENTES METHODES DE NOTATION ET D'ÉVALUATION

LA NOTATION FINANCIERE

La notation financière est l'appréciation du risque de solvabilité financière d'une entreprise ou d'un Etat, ainsi que l'attribution de notes (ratings) à des emprunteurs ou à des titres de dettes dans le but d'évaluer leur risque de défaut.

Le rating ou l'évaluation désigne à la fois l'analyse du risque attaché à un titre de créance et son résultat final. Les notes sont attribuées selon une échelle propre définie par des agences de notation financière indépendantes des intermédiaires financiers et qui se distinguent par le caractère global de leur activité ainsi que la nature juridique de la note. En France et au niveau international, nous distinguons trois principales agences de notation reconnues en tant qu'organismes externes d'évaluation de crédit (OEEC) par l'autorité de contrôle prudentiel : Fitch Ratings, Moody's Investor Services et Standard & Poor's. Ces agences, connues sous le nom des « Big Three » détiennent à plus de 90 % le marché des agences de notation en Europe.

D'autres organismes ont également été reconnus en tant qu'OEEC⁵ en France tels que la Banque de France, Dominion Bond Rating Services et Japan Credit Rating Agency.

LES NOTATIONS INSTITUTIONNELLES « EXOGENES »

Les acteurs économiques sont de plus en plus sujets à être notés pour le compte des parties prenantes : les Etats, les collectivités territoriales et les grandes entreprises par des agences de notation, les PME et TPE, les associations, les particuliers par les banques notamment.

Les Entreprises sont notées par nombre d'organismes différents, chacun utilisant son propre système de notation :

- **La Banque de France⁶**, si leur chiffre d'affaires dépasse 750 000 euros HT, ou si elles ont emprunté plus de 380 000 euros.

Nouvelle Echelle de Cotation (NEC) de la Banque de France 2022.

Actuellement établi à partir de 13 crans, la cotation Banque de France passera à 22 crans afin de fournir une évaluation plus précise de la santé financière des entreprises cotées.

Cette échelle reflètera l'adaptation de la méthodologie de cotation aux exigences des statuts européens de la Banque de France, avec un objectif de meilleure évaluation des risques et de la capacité de l'entreprise à y faire face.

Ces nouvelles règles méthodologiques restent fondées sur les mêmes principes qu'actuellement (solvabilité, liquidité, capacité bénéficiaire, autonomie financière).

Cette nouvelle échelle de cotation s'explique par un besoin d'harmonisation (échelle créée en 2004, avant l'adoption des statuts ICAS et OEEC) et par le besoin d'une plus grande granularité (correspondance avec tous les échelons de qualité crédit définis par l'eurosystème, affiner l'évaluation des entreprises éligibles et non éligibles).

La Banque de France propose un tableau de correspondance des échelles (anciennes et nouvelles) de cotation (<https://entreprises.banque-france.fr/nec>).

- **Ces cotations** sont diffusées aux seuls organismes financiers sous le sceau du secret bancaire (l'entreprise cotée peut obtenir une modification de sa cotation sur la base d'éléments nouveaux) ;
- **Les banques** notent leurs clients selon leurs propres critères ; depuis la Loi Brunel (octobre 2009), l'entreprise peut se faire communiquer sa note, et obtenir des explications sur celle-ci ;
- **Les sociétés d'affacturage et les organismes de crédit-bail**, majoritairement filiales de banques, utilisent en général le système de notation de ces dernières.
- **Les assureurs-crédit de leurs fournisseurs** (Atradius, Coface, Euler Hermes...) ont leur propre système de

⁵ Liste des agences de notation de crédit enregistrées et certifiées auprès de l'ESMA – JO UE 2015/C33/04 qui comporte 41 agences

⁶ Cf partie Autres Organismes de Notation / Evaluation

notation ; depuis la convention de place de juin 2013, les entreprises peuvent être informées de la dégradation de leur note (avec un délai de prévenance de 3 semaines), sous réserve qu'elles se soient préalablement inscrites sur le site www.acheteurs-assurance-credit.fr ;

- **Les services financiers** (credit management) de leurs fournisseurs, et les services Achats de leurs clients grands donneurs d'ordres ;
- **Les fournisseurs** d'informations financières, notamment Altares, Ellisphere, Score et décision, Creditsafe, INFOGREFFE, NOTA-PME, Diane, Cap Financials...
- **Les plateformes de financement participatif** (crowdfunding) en prêt ou en capital, qui développent généralement leur propre système de mesure du risque, tout en s'appuyant sur les notes de fournisseurs d'informations financières, qui peuvent souvent constituer un filtre automatisé de refus aux dépôts de proposition de campagne de financement ;

REMARQUE : les « **agences de notation** » (principalement les majors : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings) n'attribuent le plus souvent un rating qu'aux émetteurs et emprunteurs de type « grandes ou moyennes entreprises » (plus de 100 millions de chiffre d'affaires), compte-tenu du coût élevé de leurs analyses. Il est à noter que plusieurs autres agences dont certaines européennes, analysent aujourd'hui des entreprises plus petites. Plusieurs études sur les limites de la situation oligopolistique, les conflits d'intérêts ou les effets pervers ou positifs de la multiplication récente des agences existent. Parmi elles, on peut renvoyer aux travaux du Sénat de 2012⁷ ou à divers articles plus récents⁸.

L'AUTO-NOTATION

La démarche de l'auto notation permet à l'entreprise :

- D'anticiper et de comprendre l'image fiscale que ses comptes annuels génèrent auprès de ses partenaires financiers et business, lesquels en déduisent le risque financier ou opérationnel qu'elle représente, notamment en termes de défaut de paiement, mais également de fiabilité et de pérennité dans leurs relations d'affaires (client-fournisseur, partenaire...).
- A court terme, de préparer la défense de ses conditions de financement (montants, taux, garanties), en particulier en transformant l'image « fiscale » en image « économique » ;
- A moyen terme, de lui donner les moyens de piloter sa note, en travaillant ses points faibles ou de fragilité et en optimisant ses points forts, suscitant une réflexion stratégique pouvant l'amener à infléchir ou transformer son modèle économique.

Lorsque l'auto-notation se révèle médiocre ou mauvaise, elle constitue un indicateur d'alerte jouant un rôle de prévention des difficultés. Si, à l'opposé, elle est satisfaisante, elle est un indicateur de performance à améliorer autant qu'il est possible, ou au moins à maintenir à son meilleur niveau. Tout affaiblissement d'une année sur l'autre doit être analysé soigneusement pour en comprendre les raisons et prendre les mesures correctrices qui s'imposent.

1) Comparaison de la note issue de l'auto-notation et des notes institutionnelles exogènes

La qualité et la fiabilité de la note issue de l'auto-notation « fiscale » doit pouvoir être affirmée et démontrée.

Les méthodes de validation traditionnellement utilisées sont :

- Le « benchmarking », qui permet de comparer divers systèmes de notation, pour mesurer et expliquer la fréquence et l'ampleur des convergences et des divergences d'appréciation
- Le « backtesting », dont l'objectif est de mesurer la capacité prédictive de défaut du système de notation

⁷ « Agence de notation, pour une profession réglementée », par les Sénateurs Frédérique ESPAGNAC et Aymeri de MONTESQUIOU, Juin 2012.

⁸ « Quelle réglementation européenne pour les agences de notation », par Julie de Clerck (février 2014) ou « Le Contrôle des agences de notations », par Morgane LAIGO (mars 2016)

2) L'auto-notation et l'auto-évaluation

L'apport de correctifs sur les données fiscales est mis en œuvre très classiquement au moment de l'évaluation de l'entreprise. Il y a donc une forte similitude méthodologique et opératoire entre notation et évaluation.

Ainsi, la notation et l'évaluation sont en fait deux mesures différentes d'une même entité économique, l'amélioration de la première agissant favorablement sur la seconde, et réciproquement.

Dès lors, l'auto-notation annuelle de l'entreprise permet de générer simultanément une auto-évaluation, fournissant ainsi à l'entrepreneur, ses associés, ses ayants droits et toutes autres parties prenantes la perception d'un ordre de grandeur de la valeur de l'entreprise et de son évolution, et l'identification des leviers d'amélioration ou des causes de dégradation de cette valeur.

3) Auto-notation du prévisionnel

Noter le passé et le présent, c'est bien. Anticiper la note du futur, c'est encore mieux.

Il s'agit de motiver le chef d'entreprise à mesurer l'impact de sa « vision » sur ses équilibres financiers, que ce soit en développement ou en redressement.

C'est l'occasion d'intervenir plus profondément sur la structure de son « business model », en s'interrogeant notamment sur :

- Le niveau d'activité, et les effets réels sur la rentabilité et les équilibres bilanciaux (Investissements de renouvellement et/ou de croissance, besoin en fonds de roulement), et donc le niveau des besoins financiers et la manière de les couvrir (fonds propres, endettement...);

L'analyse et les arbitrages charges fixes / charges variables (fondamentalement induits par l'alternative faire / faire faire) dont on sait l'impact fort sur la rentabilité marginale de l'entreprise en cas de croissance ou au contraire de repli, et donc la perception du niveau de risque de l'entreprise.

4) Les responsabilités et les risques pour les entreprises

L'auto notation et l'auto-évaluation relèvent de la responsabilité de l'entreprise, qui doit assurer aux parties prenantes :

- L'authenticité et la régularité des comptes annuels sur lesquels sont apportés les correctifs ;
- La sincérité et le réalisme des correctifs, et des arguments et justificatifs apportés. Les parties prenantes peuvent être fondées à demander au dirigeant de l'entreprise de s'engager sur ces éléments en lui suggérant de signer une « Lettre d'affirmation », comme cela se pratique dans le cadre des missions de commissariat aux comptes.

5) Les responsabilités et les risques pour le professionnel accompagnant l'auto-notation et l'auto-évaluation

Les professionnels qui accompagnent l'entreprise dans son auto-notation et son auto-évaluation sont le plus souvent couverts par une « Assurance Responsabilité Civile Professionnelle » et encadrés par des règles ou normes. C'est notamment le cas des experts-comptables, des avocats, des notaires, des CIF (Conseil en Investissements Financiers), des plateformes de financement participatif (CIP – Conseil en Investissement Participatif, IFP – Intermédiaire en Financement Participatif) ...

Ils doivent pour l'accompagnement de l'auto-notation suivre une démarche assez similaire à celle de l'aide à l'élaboration du prévisionnel (lettre de mission, rapport de type « Assurance modérée »), faute de quoi, ils courent le risque du défaut de conseil.

La valorisation consiste à donner une valeur aux titres d'une entreprise cotée ou non cotée. Elle dépend d'un certain nombre d'éléments tels que les prévisions de croissance, la structure d'endettement, le marché, l'environnement...

Il existe plusieurs méthodes d'évaluation d'une entreprise dont la méthode des comparables ou la valorisation par les flux.

LES METHODES TRADITIONNELLES

Bien que ces méthodes puissent être présentées sous différents intitulés, on peut les rassembler en 3 familles :

- La valorisation par comparaison qui va amener à déterminer des multiples assez généraux de type PER⁹ ou à des analyses d'experts plus précises et complexes ;
- La valorisation par les flux ou par les rendements qui suppose d'identifier le vrai rendement ou flux à considérer en fonction de la situation mais qui peut présenter l'avantage d'être assez facile à mettre en œuvre
- La valorisation patrimoniale qui représente paradoxalement plus la valorisation comptable de l'entreprise.
- Naturellement, il est possible de combiner ou mixer les méthodes.

LES METHODES PLUS SPECIFIQUES

La valeur de marché, que les méthodes dites « par comparaison » cherchent à approcher, est la plus connue et rare car réservée aux entreprises cotées sur un marché organisé.

La situation spécifique des entreprises peut parfois rendre inopérante les méthodes traditionnelles d'évaluation. Les spécialistes de l'évaluation ont alors recours à des approches spécifiques, qui leur permettent d'évaluer la valeur du contrôle d'une entreprise, la valeur des synergies (dans le cadre d'une opération de rapprochement), la valeur de sa (ses) marque(s) ou d'autres actifs intangibles (brevets par exemple) ou la valeur d'actifs dits biologiques (vignes) ou immobiliers.

Les techniques d'évaluation peuvent également être adaptées à la situation financière de l'entreprise (situation de détresse ou de liquidité) ou à son positionnement dans le cycle (croissance rapide, déclin).

Les spécialistes de l'évaluation ont enfin recours à la technique des options, en particulier lorsqu'une entreprise engage un projet d'investissement bien identifié et que ses dirigeants cherchent à en évaluer l'impact sur la valeur totale de la firme, ou bien lorsque l'entreprise évolue dans un secteur d'activité particulier (mines ou recherche pharmaceutique par exemple où un projet peut changer la structure des flux de trésorerie future).

LES ACTEURS DE L'ÉVALUATION

L'EXPERT-COMPTABLE OU LE COMMISSAIRE AUX APPORTS

L'expert-comptable offre une prestation complémentaire et accompagne l'entreprise de l'établissement de son business plan jusqu'à l'évaluation finale. Il peut l'accompagner lors d'une transaction, d'une transmission d'entreprise ou lorsque des actionnaires souhaitent négocier une prise de participation ou un désengagement.

Le Commissaire aux apports, également expert-comptable et/ou commissaire aux comptes, va valoriser l'entreprise ou des actifs, lors de leur intégration dans une autre entreprise.

Ils respectent les normes IFRS.

LE CONSEIL EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS (CIF)

Tout CIF est, depuis la Loi de Sécurité Financière de 2003, habilité à réaliser des opérations de conseils sur valeurs mobilières. Dès lors, l'estimation est entrée dans le domaine de compétence de cette profession réglementée. Les CIF se répartissent en plusieurs grandes familles (essentiellement : Conseil en Gestion de Patrimoine ou Conseil en Finance d'Entreprise) mais sont tous concernés par la problématique de l'évaluation ou de la notation.

⁹ PER : Price Earning Ratio ou Ratio Cours sur Bénéfices

LES FONDS D'INVESTISSEMENT réalisent leur évaluation en interne. L'évaluation de l'opportunité d'investissement et le montant de la participation sont réalisés par une entité spécialisée.

LES BOUTIQUES M&A sont des sociétés de conseils en fusions-acquisitions indépendantes, le plus souvent CIF, de plus petites tailles que les banques (parfois filiales de banques non couvertes par le statut de la société mère). Elles sont spécialisées dans les transactions.

LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES DE TYPE PRESTATAIRE DE SERVICE EN INVESTISSEMENT (PSI) peuvent accompagner les entreprises pendant toute la durée de leurs levées de fonds, sous réserve de disposer des agréments adéquats.

LES BUREAUX D'ÉTUDES interviennent dans l'évaluation environnementale (évaluation des incidences des projets de travaux, d'ouvrages ou d'aménagements public ou privés, permanents ou temporaires...).

LES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT (COURTIERS ET BROKERS) généralement PSI ou CIF, ils fournissent des services d'investissement tels que la réception et transmission d'ordres, la négociation d'instruments financiers, la gestion de portefeuille et le placement d'instruments financiers (actions, obligations...).

FOCUS SUR LA VALORISATION DES STARTUPS

La valorisation d'une startup consiste à déterminer sa valeur de marché (le prix auquel elle serait cédée si elle était vendue immédiatement aux investisseurs). En règle générale, la valorisation est le résultat de calculs liés à l'anticipation des gains futurs de l'entreprise. L'estimation des cash flows futurs dans le cas des startups peut cependant être compliqué ou impossible.

L'évaluation d'une startup peut se faire en plusieurs étapes : lors de sa phase de création ou encore lors de sa phase d'expansion.

- *Phase de création*

Une startup doit rechercher des financements qu'elle peut obtenir soit en souscrivant à un emprunt auprès d'une banque ou de la « foule » (crowdfunding), soit en puisant dans ses économies. Elle peut également faire appel au love money qui est un apport fait par les proches pour aider l'entreprise à démarrer son activité dès les premiers mois de sa création. Les entreprises font rarement appel à un évaluateur durant la phase de création.

- *Phase d'expansion*

Une fois que l'entreprise a bien développé son activité, elle doit faire appel à des fonds d'investissement ou des business angels, le love money n'étant plus suffisant. L'évaluation s'effectue en général lors de la phase d'expansion.

Il existe trois méthodes de valorisation des startups :

1) La valorisation par l'actualisation des cash flows

La valorisation par l'actualisation des cash flows comprend deux méthodes applicables à partir des comptes de résultat prévisionnels à 3-5 ans : la méthode discounted cash (DCF) et la méthode strategic value added (EVA).

La méthode DCF est une méthode des flux futurs de trésorerie. Le calcul s'effectue par l'actualisation de la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs attendus d'une activité. Par exemple, lors d'une transaction, le montant déterminé correspond au prix qu'un acquéreur devrait accepter de payer pour un investissement donné, car cet investissement lui permettra de couvrir le coût des capitaux (dettes, fonds propres) qu'il engage et le risque qui y est associé.

L'évaluation consiste dans un premier temps en un diagnostic stratégique et financier ainsi qu'à l'élaboration d'un

business plan. Les prévisions s'établissent de 3 à 5 ans et l'évaluation permet d'examiner l'estimation des flux de trésorerie ainsi que le choix d'un taux d'actualisation.

La méthode de l'EVA mesure la création de valeur ainsi que la performance de chaque unité et département. Elle est destinée aux actionnaires et certains investisseurs déterminent eux-mêmes le pourcentage de l'EVA en fonction des données de l'entreprise.

Les risques de la valorisation des startups

Les résultats prévisionnels peuvent être irréalistes et il y a un risque que le démarrage de l'activité soit trop optimiste. Le taux de croissance annuel moyen (TCAM) est trop fort ou trop linéaire et les charges sont parfois sous-estimées.

2) La valorisation par les comparables

La valorisation par les comparables consiste à apprécier la valeur de marché d'une entreprise en fonction de ses principales références sectorielles, boursières, transactionnelles. Elle est fondée sur le prix auquel les sociétés comparables sont négociées sur le marché.

Le principe de la théorie de l'efficience signifie que le prix de marché est efficient et que les prix pratiqués sont représentatifs de la valeur de la société représentée.

L'objectif est de valoriser l'entreprise sur la base de multiples de valorisation observés sur les marchés au travers de sociétés comparables.

Il est possible de constituer un échantillon de sociétés comparables à partir d'entreprises cotées en bourse ou à partir de récentes cessions de PME et PMI. Une appréciation de la comparabilité des sociétés en fonction de la taille des effectifs, le chiffre d'affaires, l'activité et la structure financière.

La valorisation par les comparables repose sur deux méthodes : les comparables sur transactions similaires et les comparables par rapport aux ratios de la même industrie.

3) L'analyse de la sensibilité en fonction de paramètres business (variation du besoin en fonds de roulement, le taux de marge brut, etc...)

Défauts des méthodes de valorisation des startups

Les méthodes de valorisation des startups sont imparfaites mais utiles. Sans retraitement du business plan, la méthode d'actualisation des cash flows donne des résultats peu réalistes (mauvaise estimation du rendement des investisseurs, de la prime de risque du marché, etc...).

L'investisseur mise sur l'avenir et minimise son risque par la valorisation pour réaliser une meilleure opération lors de la sortie. Il achète le futur.

Erreurs à éviter lors de la valorisation des startups

La peur de la dilution peut inciter les entrepreneurs à surestimer la valeur de la société. De plus, les investisseurs ne s'intéressent pas réellement aux ratios financiers et se concentrent plus particulièrement sur le potentiel des startups (leur valorisation à la sortie), le développement du chiffre d'affaires, le point mort ainsi que le burn rate ou cash, c'est-à-dire lorsque la startup ne fait pas ou peu de chiffre d'affaires.

L'ÉVALUATION DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Il existe différents types d'évaluation mais, on l'oublie trop souvent, une partie de ce que présentent les fiches techniques des fonds, relève d'obligations légales.

LES EVALUATIONS SYNTHETIQUES LEGALES : LE DOCUMENT D'INFORMATION CLE POUR L'INVESTISSEUR (DICI)¹⁰

Il va bientôt évoluer, pour intégrer encore plus d'indicateurs synthétiques. Parmi ceux-ci, on remarque quelques informations imposées, proches de la notion de « score » :

- Le niveau de risque d'un fonds, « sur une échelle » de 7 crans ;
- L'indicateur de référence auquel comparer le fonds ;
- La catégorie ;
- La clientèle cible (à venir).

Tout comme en matière d'investissement dans des titres financiers, l'investissement dans des fonds requiert des ressources importantes en matière de recherche financière dont la plupart des investisseurs ne disposent pas nécessairement.

L'utilisation de prestataires spécialisés (comme Morningstar, Lipper, Fitch...) vise donc à répondre à un besoin d'analyse tant quantitative que qualitative. Ces prestataires sont en mesure de collecter d'importantes masses de données et de les synthétiser sous la forme d'indicateurs de performance, de risques... utiles à l'analyse.

Chaque prestataire établit ses propres classifications et catégories, ce qui peut conduire à des différences entre acteurs.

L'ÉVALUATION DES AUTRES ACTIFS NOTABLES

EVALUATION DES BIENS IMMOBILIERS

Tous les biens immobiliers entrent en principe dans le calcul du patrimoine d'une personne ou d'une entreprise et donc potentiellement d'un fonds.

On distingue généralement 3 types de méthodes : la comparaison ou valeur de marché, le rendement ou valeur par capitalisation et le dire d'expert.

EVALUATION DES VALEURS MOBILIERES : ACTIONS ET OBLIGATIONS

L'évaluation des titres de la société peut s'effectuer à partir du dernier cours de Bourse, ou la moyenne des trente derniers cours. Cette évaluation est moins contraignante lorsqu'il s'agit de valeurs cotées.

Si l'entreprise n'est pas cotée, on se référera à des évaluations dites « comptables » ou à la notion de capitalisation / rendement économique.

Naturellement des méthodes d'évaluation des futurs sont possibles (cf. la partie sur les start-ups).

LA NOTATION EXTRA-FINANCIERE

Les agences de notation extra-financière évaluent les politiques **environnementales, sociales et gouvernementales** (ESG) des entreprises ou des Etats. Une notation permet ainsi de comparer les pratiques ESG des différents émetteurs. Cette notation est principalement utilisée par les sociétés de gestion pour constituer des **fonds ISR** (Investissement Socialement Responsable).

La logique des agences actives dans ce domaine est apparemment le plus souvent, autant de délivrer une note, que de vendre du conseil portant sur les Bonnes Pratiques et les choses à ne pas faire.

Les acteurs dominants de marché sont : CDP, le français VIGEO-EIRIS (devenu VE filiale de Moody's), BMJ Rating (groupe Singer), TRUCOST (filiale anglaise de SP Global), SUSTAINALYTICS (Groupe Morningstar), FORUM ETHIBEL (association indépendante belge), ETHIFINANCE...

¹⁰ Source AMF : « Le Document d'Information clé pour l'Investisseur » (Avril 2015) et « Dossier thématique Epargne et Prestataires – l'Europe Uniformise l'information précontractuelle pour les produits d'investissement » (Août 2014)

LES PLATEFORMES DE CROWDRATING

Depuis peu, des structures d'évaluation des entreprises à l'usage des plateformes de Crowdfunding (Financement Participatif) ou des investisseurs se sont développées.

Par ailleurs, des banques et des institutions financières « classiques » commencent à rechercher des acteurs de l'évaluation ciblée pour ce type de « marché » et de clientèle.

Les structures de Crowdrating proposent en fait de répondre à quelques questions qui coïncident avec ce que prévoient les tests d'adéquation qu'imposent la réglementation européenne, essentiellement les Directives dites MIF¹¹ aux acteurs du Conseil Financier. De cette manière l'investisseur devrait être en mesure de se positionner.

A cela s'ajoutent des questions de type « matrice » de notation, plus orientées sur le projet de l'entreprise et les moyens qu'elle met ou mettra en œuvre.

Si la liste des structures de Crowdrating évolue vite, on peut distinguer actuellement parmi elles WIRATE.

¹¹ Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers 2004/39/CE et 2014/65/UE

LES ACTEURS : REDACTEURS DU RAPPORT



Les investisseurs souhaitent de plus en plus connaître le lien entre le changement climatique et leurs investissements. Grâce à ses notations, l'ONG Climetrics aide les investisseurs à choisir des fonds qui soutiennent le mieux la transition vers une économie bas carbone. Les notes sont attribuées sur une échelle de 1 à 5 feuilles, 5 étant la meilleure note.

QUE MESURE CLIMETRICS

TRANSITION : Climetrics aide les investisseurs à choisir les fonds qui soutiennent le mieux la transition écologique, vers une économie bas carbone et plus résistante aux risques climatiques

MATERIALITE : Climetrics mesure la transparence et la qualité de la gestion des risques liés au changement climatique, à la sécurité de l'eau et à la déforestation, qui sont des préoccupations majeures des marchés financiers en matière de climat.

GESTION : Climetrics examine également la politique d'investissement ESG des fonds et le niveau d'action publique pris par le gestionnaire d'actifs pour soutenir les initiatives mondiales de transparence et d'engagement en matière de changement climatique.

La notation suit une approche "**best in universe**", ce qui signifie que chaque fonds est comparé à des milliers d'autres fonds dans l'univers disponible. Ainsi, Climetrics note les fonds en fonction de leur positionnement pour la transition vers une économie bas carbone et plus résistante au changement climatique. Climetrics utilise les données du CDP, de l'ISS ESG et d'autres

L'UNIVERS DES FONDS

La notation Climetrics 17,000 fonds et ETF disponibles à la vente en Europe, aux États-Unis et en Asie. YourSRI.com est le prestataire de services pour tous les calculs de fonds et définit l'univers des fonds pour Climetrics. Les données sur les fonds sont fournies à FEFundinfo par Refinitiv. Tous les fonds de l'univers reçoivent une note Climetrics à condition qu'au moins 60 % des actifs sous gestion d'un fonds aient une note Climetrics et que les dernières données complètes aient moins de 12 mois.

CALCUL DE LA NOTATION

Pour chaque fonds, les scores sont multipliés par leurs poids respectifs pour calculer un score numérique sur une échelle de 0 à 100. Pour attribuer des notes sur la base de ces scores, on suppose une distribution normale. En outre, certains critères de seuil s'appliquent aux fonds les mieux notés, qui ont une notation à 5 feuilles. Sur la base de leurs scores, tous les fonds sont classés par ordre décroissant de rang centile. La note Climetrics est attribuée comme suit :

DISTRIBUTION DES NOTATIONS CLIMATIQUES

SCORE					
Pourcentage de répartition	10% les plus faibles	22.5% suivants	35% suivants	32.5% les plus élevés	5% si seuil* dépassé

*Seuil : Les fonds ayant une note de 4 feuilles reçoivent une note de 5 feuilles si les deux conditions sont remplies.

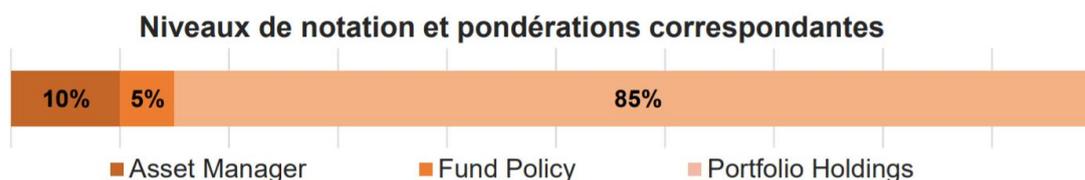
(1) La note du portefeuille le plus récent doit être supérieure à 60 ; et

(2) Le score du gérant d'actifs doit être supérieur ou égal à 60.

FREQUENCE : Les notes de Climetrics sont calculées et mises à jour une fois par mois et peuvent changer à chaque fois que de nouvelles informations sur la détention de fonds ou d'autres données sont disponibles. Les nouvelles données sur les participations sont prises en compte dans le calcul de la note moyenne des participations du portefeuille sur 12 mois.

METHODOLOGIE DE NOTATION

Tous les fonds sont notés sur trois niveaux, chacun se concentrant sur un aspect différent du processus d'investissement : Gérant d'actifs (10 %), Politique du fonds (5 %) et Portefeuille (85 %) :



SCORE DU GESTIONNAIRE D'ACTIFS

Outre la construction de portefeuilles, les gérant d'actifs peuvent prendre des mesures fortes en faveur du climat en défendant les intérêts des actionnaires, en s'engageant auprès du public et en divulguant les informations. Climetrics note les gestionnaires d'actifs pour leur action publique et leurs déclarations sur l'intégration du changement climatique dans leurs processus de gouvernance et d'investissement. Vous trouverez ci-dessous les indicateurs appliqués ainsi que leurs poids respectifs utilisés dans le calcul de la note du gestionnaire d'actifs :

Catégorie	Collaboration ¹	Engagement collectif ²	Transparence ³	Engagements pris ⁴	Soutien à la transparence des entreprises ⁵
Poids	10%	35%	30%	15%	10%

1 Membre d'une des coalitions mondiales d'investisseurs sur le changement climatique: IIGCC (Europe), AIGCC (Asia), Ceres (US), IGCC (Australie)

2 Signataire des lettres d'influence aux gouvernements mondiaux de [The Investor Agenda](#) ET Signataire ou membre de l'une des initiatives d'engagement actionnarial suivantes : [Climate Action 100+](#) ; [FAIRR](#), CDP Science-Based Target [Campaign](#), CDP Non-Discloser [Campaign](#)

3 Réponse publique aux indicateurs de reporting liés au climat des United-Nation Principle for Responsible Investments ([UN PRI](#)).

4 Signataire de la Net Zero Asset Manager [initiative](#) ou engagé à se fixer un objectif de réduction d'émissions scientifique ([SBTi for FI](#))

5 Signataire du [CDP](#) ou soutien à la Task-force for Climate-related Financial Disclosure ([TCFD](#))

SCORE DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DES FONDS

Les fonds ayant une politique ESG explicite sont considérés comme ayant une plus grande probabilité de bonne gestion environnementale et de meilleure intégration des facteurs de changement climatique dans la prise de décision en matière d'investissement.

Climetrics attribue 50 points aux fonds ayant une politique ESG explicite, comme indiqué dans la base de données Refinitiv. 100 points sont attribués aux fonds portant l'un des labels ISR européens indiqués ci-dessous :

Labels ISR européens utilisés au niveau de la politique d'investissement des fonds

Pays	Autriche	Allemagne	France	Luxembourg	Suède
Nom Label	Umweltzeichen Österreich	FNG Label	Label ISR / Greenfin	LuxFlag Environment / ESG / Climate Finance	Nordic Swan Ecolabel

SCORE DU PORTEFEUILLE

Le score des titres en portefeuille d'un fonds est la moyenne pondérée des scores Climetrics des titres sous-jacents. Lorsque le score d'une société n'est pas disponible, les pourcentages de pondération des sociétés ayant un score sont normalisés à 100 %. Les liquidités et les positions courtes sont exclues. Au moins 60 % des actifs sous gestion d'un fonds doivent avoir un score Climetrics au niveau de la société pour que le fonds reçoive une notation Climetrics. Climetrics ne note pas l'exposition des fonds aux obligations souveraines ou aux produits dérivés.

MOYENNE DES SCORES : Le score final des avoirs en portefeuille est la moyenne des scores de tous les avoirs en portefeuille sur les 12 mois précédents.

UNIVERS DE L'ENTREPRISE : Basé sur les entreprises recevant le questionnaire environnemental du CDP, c'est-à-dire ~ 6000.

SCORES DES ENTREPRISES : Une méthodologie sur mesure de notation des entreprises est utilisée pour calculer les scores thématiques des entreprises et les facteurs de matérialité pour le climat, la sécurité de l'eau et la déforestation. La méthodologie mesure les performances passées des entreprises, leur transparence et leur gestion actuelle, les objectifs et engagements futurs ainsi que l'exposition aux technologies vertes et brunes. Elle utilise des données provenant du CDP et de ISS ESG et comprend les paramètres suivants :

- Réduction moyenne de l'intensité carbone de l'entreprise les 3 dernières années (données ESG de ISS)
- Score CDP (changement climatique) ; score CDP (sécurité de l'eau) ; score CDP (forêts) moyenne pondérée ([méthodologie](#) publique de scoring)
- Qualité des émissions de gaz à effet de serre auto-déclarées (score de confiance ESG de ISS)
- Le Score de Température du CDP pour mesurer les efforts futurs de réductions d'émissions de gaz à effet de serre ([méthodologie](#) publique développée par CDP et WWF)
- Bonus pour les fournisseurs de technologies bas carbone (énergies vertes, solutions d'efficacité énergétique, etc)
- Malus pour les propriétaires de réserves de combustibles fossiles ou les producteurs d'électricité à partir du charbon

FACTEURS DE MATERIALITE : Un facteur de matérialité élevé permet d'obtenir des scores finaux à la fois plus élevés et plus faibles, tandis qu'un facteur de matérialité faible limite le score final vers le milieu de la fourchette 0-100. Ainsi, les scores finaux reflètent la pertinence des entreprises pour la transition vers une économie à faible émission de carbone et résistante au climat et la manière dont elles gèrent leurs risques et opportunités liés au climat.

La méthodologie complète de notation des entreprises est disponible gratuitement sur demande.

RELATION AVEC LES CADRES DE REPORTING EN MATIERE DE CLIMAT

La méthodologie de Climetrics est fortement alignée sur les recommandations de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Elle intègre les scores CDP des entreprises alignés sur la TCFD et suit le reporting des gérants d'actifs basé sur la TCFD grâce au cadre de reporting des PRI. L'intégration des données sur la sécurité de l'eau et la déforestation est conforme à l'accent mis sur la divulgation du capital naturel dans les lignes directrices de l'UE pour la communication d'informations liées au climat et dans le cadre du Climate Disclosure Standards Board (CDSB).

À PROPOS DU CDP

Le CDP est une organisation internationale (ONG) à but non lucratif qui incite les entreprises et les gouvernements à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre, à préserver les ressources en eau et à protéger les forêts. Élu premier fournisseur de recherche sur le climat par les investisseurs et travaillant avec des investisseurs institutionnels dont les actifs s'élèvent à 100 000 milliards d'euros, CDP tire parti de la puissance des investisseurs et des acheteurs pour inciter les entreprises à divulguer et à gérer leurs impacts environnementaux. En 2021, plus de 13 000 entreprises représentant plus de 64 % de la capitalisation boursière mondiale ont divulgué des données environnementales dans le cadre du CDP. Cela s'ajoute aux plus de 750 villes, États et régions qui ont divulgué leurs données, ce qui fait de la plateforme du CDP l'une des sources d'information les plus riches au monde sur la manière dont les entreprises et les gouvernements conduisent les changements environnementaux. Le CDP, anciennement Carbon Disclosure Project, est un membre fondateur de la coalition We Mean Business, de la Science Based Target initiative, de la Net Zero Asset Manager initiative et de The Investor Agenda. Visitez www.CDP.net ou suivez-nous [@CDP](https://twitter.com/CDP) pour en savoir plus.

À PROPOS DE L'ISS ESG

ISS ESG est la branche d'investissement responsable d'Institutional Shareholder Services Inc, le premier fournisseur mondial de solutions environnementales, sociales et de gouvernance pour les propriétaires d'actifs, les gestionnaires d'actifs, les fonds spéculatifs et les fournisseurs de services d'actifs. Avec plus de 30 ans d'expertise en gouvernance d'entreprise et 25 ans de recherche et d'analyse approfondies en matière d'investissement responsable, ISS ESG possède une compréhension unique des exigences des investisseurs institutionnels. Grâce à son offre complète de solutions, ISS ESG permet aux investisseurs de développer et d'intégrer des politiques et des pratiques d'investissement responsable, de s'engager sur les questions d'investissement responsable et de surveiller les pratiques des sociétés de portefeuille grâce à des solutions de filtrage. Il fournit également des données climatiques, des analyses et des services de conseil pour aider les acteurs des marchés financiers à comprendre, mesurer et agir sur les risques liés au climat dans toutes les catégories d'actifs. En outre, ISS ESG fournit des recherches et des notations ESG sur les entreprises et les pays, permettant à ses clients d'identifier les risques et les opportunités sociales et environnementales importants. En plus de ces offres ESG solides, l'unité fournit aux institutions un standard établi pour mesurer, analyser, projeter, évaluer et actualiser le profit économique sous-jacent d'une entreprise.

Avis important

Ce document et toutes les informations qu'il contient, y compris, sans limitation, tous les textes, données, graphiques, tableaux (collectivement, les "informations") sont la propriété de Climetrics, CDP et/ou ISS, selon le cas. Les Informations ne peuvent être reproduites ou diffusées, en tout ou en partie, sans l'autorisation écrite préalable de Climetrics. L'utilisateur de l'Information assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation qu'il pourrait faire ou permettre de faire de l'Information.

LES PARTIES NE FONT AUCUNE GARANTIE OU REPRÉSENTATION EXPRESSE OU IMPLICITE CONCERNANT LES INFORMATIONS ET REJETTENT EXPRESSÉMENT TOUTE GARANTIE IMPLICITE (Y COMPRIS, SANS LIMITATION, TOUTE GARANTIE IMPLICITE D'ORIGINALITÉ, DE PRÉCISION, D'ACTUALITÉ, DE NON-CONTREFAÇON, D'EXHAUSTIVITÉ, DE QUALITÉ MARCHANDE ET D'ADÉQUATION À UN USAGE PARTICULIER) CONCERNANT L'UNE QUELCONQUE DES INFORMATIONS.

Retrouvez la version PDF du document [en cliquant ici](#)



POURQUOI MORNINGSTAR NOTE LES FONDS ?

Morningstar est une société indépendante de recherche financière, dont la mission est d'aider les investisseurs particuliers, les conseillers financiers, les gérants de portefeuilles et les investisseurs institutionnels (fonds de pension, mutuelles, compagnies d'assurance, banques...) à atteindre leurs objectifs financiers.

Morningstar est née en 1984 aux Etats-Unis de l'idée de son fondateur et actuel dirigeant, Joe Mansueto, d'aider les investisseurs à prendre des décisions éclairées en matière de sélection de leurs investissements, au moment où l'industrie de la gestion d'actifs gagnait en popularité.

Aujourd'hui, Morningstar collecte des données sur plus de 525.000 instruments financiers dans le monde (SICAV, FCP, ETF, fonds de pension, actions, indices...) propose des solutions de gestion de l'épargne (gestion conseillée/pilotée) et pour la retraite.

Sa mission est de fournir de la manière la plus efficace possible les données, la recherche et les notations qui aideront les investisseurs à atteindre leurs objectifs financiers.

COMMENT MORNINGSTAR NOTE LES FONDS ?

LA NOTATION QUANTITATIVE : LES ETOILES MORNINGSTAR

La notation Morningstar est une évaluation quantitative de la performance passée d'un fonds. La Notation est un jugement objectif et indépendant de la performance passée et elle n'est pas subjective ou prédictive. La Notation mesure le risque et la performance. La catégorie de référence est la catégorie Morningstar.

La notation est basée sur la performance ajustée du risque : calcul du Morningstar Risk Adjusted Return (MRAR) pour les fonds domiciliés ou disponibles à la vente en Europe. Les calculs sont effectués sur une base mensuelle et les résultats sont ensuite annualisés. Le process comporte 3 étapes :

- 1)** La performance totale mensuelle est ajustée des frais d'entrée.
- 2)** La performance ainsi calculée est ajustée du taux sans risque. Morningstar mesure seulement le dépassement du taux sans risque. En Europe, ce taux dépend de la catégorie. Le calcul annualisé des rendements ajustés est appelé Morningstar Return.
- 3)** L'ajustement final est effectué en tenant compte du risque. Morningstar utilise la théorie d'utilité espérée pour mesurer la sensibilité des investisseurs à la performance et au risque. Ceci conduit au Morningstar Risk Adjusted Return (MRAR).

Les fonds reçoivent ainsi une notation sur 3, 5 et 10 ans. Les notes vont de 1 (★) à 5 étoiles (★★★★★), et sont distribuées selon une forme de courbe en cloche approximée.



Source : Morningstar

Si le fonds comporte plusieurs parts, Morningstar pondère le poids de chaque part afin d’assurer que chaque portefeuille ne pèse pas plus dans l’attribution des étoiles.

La notation globale est la moyenne pondérée des Notations sur 3, 5, 10 ans.

Historique du fonds	Notation globale
De 36 à 59 mois	Notation 3 ans
De 60 à 119 mois	= 60% Notation 5 ans + 40% Notation 3 ans
Plus de 120 mois	= 50% Notation 10 ans + 30% Notation 5 ans + 20% Notation 3 ans

Si le fonds change de catégorie, la notation peut être légèrement différente. Un coefficient de pondération est appliqué à l’historique précédent le changement de catégorie, en fonction de l’écart d’orientation entre l’ancienne et la nouvelle.

LA NOTATION QUALITATIVE : LA NOTE DES ANALYSTES MORNINGSTAR

La recherche qualitative Morningstar vise à fournir une évaluation globale des qualités d’un fonds d’investissement en prenant en compte une série de critères fondamentaux. Notre objectif est d’aider les investisseurs et les conseillers financiers à comprendre la nature d’un fonds, comment il peut évoluer à l’avenir, et enfin, comment il se situe par rapport à d’autres fonds dans une catégorie donnée. Notre méthodologie privilégie les gérants expérimentés, talentueux, qui utilisent une stratégie cohérente et qui placent l’intérêt des investisseurs au premier plan.

En 2019, la méthodologie de la note des analystes Morningstar a été renforcée pour tenir davantage compte des frais, à la capacité d’un fonds de surperformer non seulement sa catégorie mais aussi son indice de référence, pour tenir davantage compte de la percée de la gestion passive.

Enfin, cette note est attribuée au niveau de chaque part d’un fonds, et non plus pour l’ensemble d’une stratégie.

LES TROIS PILIERS DE LA RECHERCHE

Pour évaluer les qualités d’un fonds, notre équipe d’analystes considère différents facteurs qui à nos yeux ont une influence déterminante sur la performance future d’un fonds. En particulier, notre méthodologie est basée sur trois axes principaux d’analyse qui constituent les trois piliers de notre recherche qualitative :

- **People (Equipe de gestion)** : Notre évaluation de la qualité de l’équipe de gestion joue un rôle très important dans notre opinion finale sur un fonds. Les facteurs que nous considérons incluent l’expérience, les qualifications, le tempérament, la charge de travail, le support analytique, la structure de la rémunération et l’alignement des intérêts du gérant sur ceux des investisseurs.
- **Process (Processus d’investissement)** : Le processus d’investissement d’un fonds est une composante intégrale de son succès à long terme. C’est pourquoi, nous passons un temps considérable à analyser les différentes étapes de celui-ci ainsi que son exécution globale. Ensuite nous nous assurons de la cohérence du portefeuille avec ce processus de gestion. En plus des caractéristiques générales du portefeuille, nous portons

la plus grande attention à certains facteurs spécifiques tels que la taille et d'éventuelles contraintes de capacité.

- **Parent (Société de gestion) :** Nous sommes convaincus que la qualité globale de la société de gestion exerce une influence significative sur les chances de succès à long terme d'un fonds en particulier. Dans notre analyse de la société, nous considérons sa structure capitalistique, la stabilité des effectifs, et la façon dont les équipes sont rémunérées et motivées. Nous regardons également la culture de la société dans son ensemble, et préférons clairement celles qui traitent les investisseurs comme des partenaires de long terme, en mettant l'accent sur la qualité de la gestion plutôt que sur la création de profits à court terme.

La Note des Analystes Morningstar applique une échelle constituée de trois notes positives, une note neutre et une note négative. Les trois meilleures notes sont réservées aux fonds pour lesquels les analystes ont identifié des avantages durables qui les mettent en bonne position pour surperformer leurs concurrents et/ou leur indice de référence sur une base ajustée des risques et sur un cycle de marché complet.

- **Notes positives :**
 - **Gold :** fonds de la meilleure qualité qui se distingue sur les cinq piliers et qui bénéficie de la plus haute conviction des analystes.
 - **Silver :** fonds doté d'atouts sur plusieurs piliers, mais pas nécessairement sur tous. Ses atouts lui permettent de bénéficier d'une forte conviction de la part des analystes.
 - **Bronze :** Fonds présentant des forces qui compensent d'éventuelles faiblesses dans certains des cinq piliers; il bénéficie d'un niveau de conviction des analystes suffisant pour garantir une note positive.
- **Note Négative (« Negative ») :** fonds présentant au moins un défaut susceptible d'entraver sérieusement la performance future, et considéré comme moins attrayant que ses pairs.

Le nombre de piliers d'analyse a été ramené de 5 à 3. Les piliers « Performance », « Process » et « People », sont désormais pris en compte dans chaque part notée d'un fonds.

LA NOTATION ESG DES FONDS

Morningstar a introduit en 2016, le « Morningstar Sustainability Rating » pour évaluer les inventaires de portefeuille à l'aune des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance des fonds et les comparer aux fonds de leur catégorie.

Distribution	Score	Descriptive Rank	Rating Icon
Highest 10%	5	High	
Next 22.5%	4	Above Average	
Next 35%	3	Average	
Next 22.5%	2	Below Average	
Lowest 10%	1	Low	

La notation ESG peut être désagrégée en trois piliers – environnemental, social, gouvernance. Morningstar, à travers sa filiale **Sustainalystics**, calcule un score au niveau du portefeuille de chaque fonds noté pour chaque pilier. Les scores sont ensuite agrégés en utilisant la contribution pondérée au niveau de la catégorie de chaque pilier.

La note sera mise à jour sur une base mensuelle à partir des scores de durabilité des portefeuilles les plus récents, si l'inventaire de portefeuille est daté de moins de 276 jours.

LA NOTATION DES ACTIONS

La valeur intrinsèque d'une entreprise repose avant tout sur les flux de trésorerie qu'elle peut dégager. La notation Morningstar des actions vise à déterminer les actions cotées qui se traitent avec une prime ou une décote par rapport à notre estimation de juste valeur (« fair value »).

Les titres notés 5 étoiles (★★★★★) offrent la plus forte décote ajustée du risque par rapport à leur juste valeur, tandis que les titres notés 1 étoile (★) se traitent avec une prime.

L'évaluation des titres résulte d'un process en quatre étapes : évaluation de l'avantage concurrentiel durable d'une société (« Economic Moat »), notre estimation de sa juste valeur, l'incertitude autour de cette juste valeur et le cours de Bourse.

Le concept de « Moat » joue un rôle central dans l'évaluation qualitative des fondamentaux d'une entreprise, de son positionnement concurrentiel et de sa capacité à dégager de manière durable une rentabilité du capital investi supérieure au coût de ses ressources. L'avantage concurrentiel repose sur 5 facteurs : les actifs intangibles, le coût de substitution, l'effet réseau, l'avantage-coût et l'échelle efficace.

Les entreprises sans avantage concurrentiel (« No Moat ») voient leur profitabilité menacée par la pression de la concurrence.

Celles dont l'avantage concurrentiel est moyen ou étroit (« Narrow Moat ») devraient être en mesure de dégager une rentabilité excédentaire pendant une durée d'au moins 10 ans.

Les entreprises dont le « Moat » est large ou étendu (« Wide Moat ») sont en mesure de dégager une rentabilité du capital excédentaire pour les 20 prochaines années et au-delà.

Plus l'avantage concurrentiel est durable, plus grande est sa valeur intrinsèque. Les entreprises de qualité faible, sans avantage concurrentiel verront leur rentabilité du capital évoluer autour de leur coût du capital plus rapidement que celles qui disposent d'un avantage concurrentiel durable.

Une fois l'estimation de juste valeur obtenue, nous la comparons au cours de Bourse sur une base quotidienne et la notation est calculée automatiquement à la clôture de chaque séance de cotation.



POURQUOI A. NOTATIONS ?

Depuis toujours, les professionnels se posent la question de la viabilité de leurs fournisseurs et de l'intérêt de telle ou telle offre.

L'association professionnelle ANACOFI ne pouvant pas répondre à cette question aisément, nous avons cherché à trouver une solution non discutable dans son résultat, qui permette de donner des indications pouvant aider des professionnels à comprendre une marque et à l'expliquer à un tiers si besoin.

Outre le fait qu'il fallait identifier des critères indiscutables, il nous a semblé qu'il fallait offrir cette solution qui n'existait pas, au-delà de nos membres. La solution de la notation par matrices (plusieurs pour tenir compte des différentes sortes d'offres étudiés), proposée par une société commerciale (donc pouvant vendre le service proposé à des membres ou à des non membres) s'est alors imposée.

Constatant que le terme de « noté » renvoyait en Europe à une forme d'évaluation légalement définie, nous avons conservé le nom de « marque » initialement envisagé (A. NOTATIONS), mais avons banni le terme de « note » pour tout autre chose que l'explication technique de ce qui est fait et lui avons préféré celui « d'évaluation ».

QUELLES SONT LES ENTREPRISES EVALUEES PAR L'ANACOFI SERVICES ?

Il s'agit de fournisseurs de produits et/ou de services financiers et patrimoniaux, mais également des fournisseurs de services utiles aux professionnels, ce qui signifie qu'il peut s'agir d'éditeurs ou d'offres de services d'accompagnement.

Ces entreprises sont évaluées à partir d'informations recueillies par tous moyens mis à notre disposition (par sollicitation directe des sociétés concernées ou par appel à toute source susceptible de fournir une information).

En l'absence de retour d'information de la part de la société, les matrices d'évaluation permettent cependant une analyse « dégradée ». Une mention particulière est alors portée sur les documents produits.

Les informations recueillies sont classées dans différentes catégories :

- Offre (leadership, réglementation, diversité de l'offre) ;
- Organisation juridique et financière ;
- Organisation au sein de l'entreprise.

Il n'y a pas de conditions particulières pour bénéficier du système d'évaluation de l'ANACOFI SERVICES. Le principe de base d'A. Notations repose ainsi sur la gratuité et sur un abonnement payé par l'utilisateur des rapports, qui paye plus ou moins cher, selon qu'il est membre ou non de l'Anacofi.

Toutefois, une entreprise peut naturellement souscrire à un abonnement classique qui lui permettra de bénéficier d'un droit d'usage de son rapport et un accès à l'évaluation de sa propre marque. Elle peut également souscrire à un abonnement global avec un droit d'usage de son rapport ainsi qu'un accès à toutes les marques.

Certaines entités ne sont pas évaluées, malgré notre volonté ou une demande, soit parce que les informations fournies sont à l'évidence inexactes et incomplètes (et que nous ne savons pas juger dans quelle mesure), soit parce que les sociétés n'ont pas à être évaluées car elles ne relèvent pas d'un statut ou ne proposent pas une offre dont la réglementation nous semble évidente.

C'est le cas par exemple, lorsque nous savons qu'il y a un risque que l'entreprise entre en conflit avec une autorité de tutelle. Dans ce cas, la situation relève de l'action normale de l'association professionnelle qu'est l'ANACOFI, qui peut légitimement informer ses membres d'une situation qui l'interpelle et interroger la marque publiquement.

QUELS SONT LES DESTINATAIRES D'A.NOTATIONS ?

Les rapports d'A. Notations sont accessibles aux abonnés, membres et adhérents de l'Anacofi ou non, pour une période d'un an.

En théorie, tout professionnel (quel que soit son métier) qui souhaiterait étayer son analyse ou son explication d'une marque entrant dans notre champ d'analyse, avec laquelle il souhaite travailler ou dont il souhaite recommander ou analyser l'offre, peut être intéressé.

Les abonnés sont informés de la spécificité de ce que nous apportons comme valeur ajoutée et ce que nous ne fournissons pas comme analyse. Il est notamment important qu'ils comprennent que nous ne produisons pas d'étude d'un produit ou service, mais d'une marque qui l'offre.

L'évaluation peut donc être utilisée :

- Par les abonnés qui souhaitent se faire une idée quant au degré de transparence de l'entreprise, sur sa situation financière afin de leur permettre une meilleure appréhension de celle-ci, sur l'équipe qui pilote l'offre et enfin, sur la capacité à priori à gérer l'offre qui est annoncée ;
- Par les marques, qui souhaitent pouvoir avoir une vision globale de leur appréciation, pouvoir se comparer à leurs concurrents et mettre en place des solutions éventuelles en vue d'améliorer leur perception par l'extérieur.

LA METHODOLOGIE ET LES TYPES D'INFORMATIONS COLLECTEES

Comme nous l'avons déjà indiqué, A. Notations étudie les marques par tous les moyens dont elle dispose.

Les sociétés ont un délai d'un mois pour fournir tous les éléments nécessaires à la procédure de notation.

Il existe d'autres cas de figure où la société ne fournit que partiellement les éléments. A. Notations effectue alors une nouvelle demande de pièces justificatives auprès des entités en imposant à nouveau un délai. En cas de réponses négatives, la note est attribuée uniquement en fonction des éléments fournis et des éléments trouvés et la mention portée sur le rapport est « évaluation sur données partiellement fournies et publiques ».

Si aucune réponse n'est donnée à nos demandes, nous évaluons alors « sur données publiques » et portons cette mention sur le rapport.

Les appréciations font l'objet d'une actualisation régulière. La procédure fait l'objet d'une révision périodique par un conseil technique, composé d'adhérents abonnés au service ou d'experts extérieurs si nécessaire.

CONSTITUTION DU RAPPORT

Afin de recueillir les informations nécessaires à l'attribution d'une évaluation, A. Notations envoie un questionnaire centré sur les trois rubriques principales précédemment indiquées (offre, entreprise, équipe).

L'évaluation s'effectue en fonction d'un scoring matriciel, construit par le conseil technique, qui affecte des coefficients en fonction de la réponse qui peut être donnée à chaque question que la matrice impose de se poser. Il existe plusieurs niveaux de résultat pour chaque question.

Une fois cette étape d'analyse matricielle terminée, le comité technique rend un avis et si nécessaire, ouvre une réflexion relative à la révision de la matrice.

A. Notations rédige ensuite pour chaque entité un rapport synthétique. Ce rapport est destiné à fournir une vision globale et à expliciter par des mots, ce que l'évaluation matricielle fait ressortir.

Les informations communiquées ont un caractère exclusivement indicatif et ne peuvent être totalement garanties, notamment car elles proviennent de sources publiques ou déclaratives qui peuvent être altérées. Cependant, nous gardons la trace de la source et diminuons le risque du fait de la normalisation des sources et de l'effet matriciel.

Le rapport contient une synthèse de ce qui doit être compris, pour les trois rubriques citées précédemment et comprend plusieurs sous-catégories pour chaque rubrique. Il est également fait usage d'un cartouche « visuel » permettant une appréhension rapide du résultat synthétique. Celui-ci est en accès gratuit sur notre site www.anacofiservices.fr

Afin de faciliter la lecture et la compréhension des rapports, des émoticônes ont été intégrés dans les rapports.

Exemple de cartouche visuelle :

La société X dispose globalement d'une bonne appréciation pour chaque rubrique (notes de 5,1 / 7 pour l'offre, 4,5 / 7 pour l'entreprise et 5,1 / 7 pour l'équipe).



SIGNIFICATION DES EMOTICONES DU RAPPORT

Ils peuvent apparaître dans chaque sous-catégorie du rapport. Ils sont destinés à attirer l'attention et à donner une image synthétique de la situation globale de la société. Ils sont attribués en fonction de la qualité des informations fournies par les entreprises et sont au nombre de trois.

- 😊 : Les informations fournies par les entités semblent exactes et complètes.
- 😬 : Les informations ont été fournies partiellement/tardivement et/ou font l'objet d'un scoring conforme à la grille d'appréciation.
- 😞 : La société refuse de fournir les informations et les critères d'appréciation ne sont pas conformes.

Les autres travaux de membres de l'ANACOFI :

Patrice GERAUDIE : Au début des années 2010, il mène un travail de réflexion sur la **notation des entreprises viticoles**, qui aboutira à la création de ODISVITI en 2013 www.odisviti.com

David CHARLET : après un premier travail sur la logique de la notation en 2009 pour le compte d'un centre de formation et d'une des plus célèbres structures d'évaluation, soucieuse de comprendre **comment les évaluations ou notes étaient utilisées** par les CGP et autres gérants, il mène un travail Universitaire sur la **notation de l'atypique** à partir de 2012.

Ce travail aboutira à un mémoire (Université Aix Marseille et au dépôt du système matriciel qui en découle).¹²

¹² Un résumé de la méthode se trouve en annexe

QU'EST-CE QUE NOTA-PME ?

NOTA-PME SAS a été créée en 2009 par Patrick Sénicourt. Société sœur de Ordimega, elle a pour objectif de rendre accessible à l'ensemble de la communauté économique les systèmes de mesures de la performance développées depuis près de 30 ans.

La société apporte ainsi la vision la plus réaliste possible sur la situation économique et financière des PME. Pour cela, elle s'est investie dans la réalisation et la mise à disposition d'une méthodologie et d'une plate-forme faciles d'accès et d'utilisation, permettant aux dirigeants et à leurs conseils de construire les bases d'une communication financière lucide, explicitée et de nature à renforcer la confiance de leurs partenaires financiers.

NOTA-PME propose des services ainsi qu'un environnement technique devant permettre à la PME et ses conseils de :

- Créer de la confiance pour mieux négocier
- Réduire l'asymétrie banque-entreprise, en préparant au mieux le dirigeant dans les argumentations de défense de son dossier d'accès au crédit et aux financements
- Anticiper et prévenir les difficultés, en renforçant la lucidité de l'entreprise devant la réalité de sa situation, et en l'amenant à réfléchir sur les actions correctrices et de progrès qu'elle a sans doute intérêt à envisager
- Savoir communiquer sur la situation financière et la stratégie, avant même qu'apparaisse la nécessité de présenter une demande de concours bancaire ou lever des fonds auprès d'investisseurs
- Se préparer à la transmission de l'entreprise par la valorisation, suffisamment tôt pour prendre la réelle mesure de la valeur du capital économique des associés ou actionnaires, permettant d'imaginer et de mettre en œuvre les stratégies qui maximiseront la valeur de l'entreprise le jour de la cession.

PARTENARIAT AVEC INFOGREFFE

La note et les rapports-diagnostic de NOTA-PME ont été retenues par le Conseil National des Greffiers de Tribunaux de Commerce pour compléter les informations financières et les API de www.datainfogreffe.fr

CAPACITÉ PRÉDICTIVE DE DÉFAILLANCE PAR LA NOTATION DE NOTA-PME

Forts de leur partenariat, NOTA-PME et INFOGREFFE ont réalisé une étude portant sur l'analyse des 50 000 dépôts de bilans de l'année 2019 et la prédictibilité de la notation.

La notation réalisée par NOTA-PME a un double objectif : mesurer l'efficacité économique de l'entreprise et mesurer le risque de défaillance. Cette étude peut être consultée en utilisant le lien ci-dessous :

[https://www.nota-pme.com/telechargements/Predictibilite de defaillance de la note NOTA-PME 2017-2019.pdf](https://www.nota-pme.com/telechargements/Predictibilite_de_defaillance_de_la_note_NOTA-PME_2017-2019.pdf)

FONCTIONNEMENT

La note et les Rapports-diagnostic explicatifs peuvent être directement générés à partir des bilans si l'entreprise les a publiés.

Sinon, le chef d'entreprise peut télécharger dans un premier temps ses comptes annuels, manuellement ou en

téléchargeant les déclarations fiscales dématérialisées produites par son expert-comptable (fichiers EDI-TDFC). Le système permet d'établir un premier diagnostic « fiscal ». Ensuite, le chef d'entreprise se voit proposer des colonnes correctives, montrant là où il peut améliorer ou faire des modifications comptables justifiées. Il aura le plus souvent intérêt à se faire accompagner par son conseil tant pour apporter des correctifs réalistes que pour la rencontre avec le banquier ou le financeur.

LES VERTUS ET LES LIMITES DE LA NOTATION DES PME

Les PME sont rarement préparées à la notation qui est perçue comme étant une sanction. L'objectif de la notation des PME est l'appréciation du risque qu'elles peuvent présenter pour le non-respect du service de la dette (risque de crédit). Une mauvaise note conduira le créancier à réduire son exposition au risque ou se soldera par un refus.

Nous pouvons nous poser certaines questions sur le processus de notation des PME, plus particulièrement sur la fiabilité des informations recueillies ainsi que les méthodes de génération des notes.

Les comptes annuels de la PME sont transmis en premier lieu à l'administration fiscale. Ils souffrent de biais pouvant déformer très sensiblement l'image économique de l'entité analysée.

Depuis Altman dans les années 1960 aux Etats-Unis, la méthode de notation des PME repose sur l'analyse discriminante qui permet de distinguer les entreprises défailtantes des entreprises saines, sur la base de ratios et de pondérations. Cette approche présente cependant certaines limites :

- La sélection automatique des ratios ne permet de ne retenir que les plus significatifs en nombre limité, ce qui peut déformer la note
- L'analyse discriminante dégage des corrélations en vue de ne retenir que le ratio le plus significatif parmi ceux qui mesurent un concept proche, pour éviter sa surpondération.
- Il y a par exemple un risque que la rentabilité de l'exploitation ne soit mesurée que sur le résultat courant avant impôt, alors que l'EBE ou le résultat net sont bien meilleurs, ce qui peut conduire à une note fortement pénalisée ou indûment rehaussée ;
- Un risque de focalisation sur les entreprises défailtantes et une négligence des informations relatives aux entreprises saines ;
- La note résultante n'est pas clairement expliquée aux parties prenantes ;
- Chaque partenaire financier de la PME (banques, assureurs-crédit) génère une note différente : à une même température, plusieurs thermomètres ;
- La notation ne présente pas toujours les qualités requises d'un instrument de mesure : validité, fidélité, sensibilité.

COMPARABILITE AVEC LA COTATION BANQUE DE FRANCE

La cotation de la Banque de France constitue une référence, largement utilisée par le système financier.

Un article de Patrick SENICOURT dans la Revue Banque de janvier 2021 présente une comparaison entre cette cotation et la note de NOTA-PME ; « Entreprises zombies 2008 - 2018 – Les identifier, les compter, les analyser, les orienter » : accessible sur

[https://www.nota-pme.com/telechargements/Entreprises_zombies_2008_2018 -
_Les_identifier_Les_compter_Les_analyser_Les_orienter_-_Revue_Banque_janvier_2021.pdf](https://www.nota-pme.com/telechargements/Entreprises_zombies_2008_2018_-_Les_identifier_Les_compter_Les_analyser_Les_orienter_-_Revue_Banque_janvier_2021.pdf)

NOTATION ET EVALUATION : MEME COMBAT ?

Hormis dans une éventuelle problématique patrimoniale de fiscalité (ce n'est cependant plus désormais le cas pour l'ISF comme ça l'était précédemment), l'évaluation est un exercice ponctuel au moment d'une mutation : transmission, entrée ou sortie d'un associé, échange de titres... Très souvent, les protagonistes sont pris à contre-pied : ils ont surestimé (côté vendeur) ou sous-estimé (côté acheteur) la valeur de l'entreprise. La valorisation de dernière minute est en outre souvent polluée par des « amicales » estimations faites sur un coin de table par un acteur « Canada Dry » de l'évaluation, présentant la couleur et la saveur de la compétence en la matière, sans l'avoir réellement. Ainsi, la séquence fréquente est la suivante : tout le monde tombe d'accord sur la décision stratégique de la mutation, puis on évalue les titres, et c'est là que les tensions et les problèmes surgissent, au risque de faire capoter le projet...

NOTA-PME propose une démarche qui motive à inverser ce processus : accoutumer annuellement les parties prenantes, très en amont de l'événement, à une valorisation réaliste.

L'observation de son évolution, au fil des années, permettra le moment venu de prendre une décision stratégique plus sereine prenant en compte une valorisation historiquement et « culturellement » consensuelle.

NOTATION ET EVALUATION : DEUX MESURES D'UNE MEME REALITE ECONOMIQUE

La notation est rarement une préoccupation pour le dirigeant, aussi longtemps que le besoin ne s'en fait pas sentir à court terme. Il est dès lors astucieux, pour l'y intéresser, de recourir à un subterfuge : le rapprochement entre l'évaluation et la notation bancaire.

La notation de la PME est un phénomène insuffisamment connu et maîtrisé. Qui note ? La Banque de France, les banques, les assureurs-crédit, les credit-managers des grands donneurs d'ordre. Et chaque thermomètre produit une « température économique » différente... Il importe néanmoins de suivre cette notation comme le lait sur le feu : l'accès aux crédits, voire la survie de l'entreprise peuvent en dépendre. Or, cette notation est produite par des algorithmes qui s'alimentent de la matière première « liasse fiscale ». Même si cette dernière constitue le standard de référence, tout le monde sait (sans en tirer pour autant les conséquences) que cette liasse n'est pas parfaitement représentative de la réalité économique de l'entreprise.

D'ailleurs, les professionnels de l'évaluation le savent bien, puisqu'ils retraitent les comptes annuels pour rapprocher leurs composantes de leur « valeur juste et normative ». Et c'est là que nous rapprochons la notation et l'évaluation.

CHAQUE ANNEE : DE LA NOTE FISCALE A LA NOTE ECONOMIQUE, PUIS L'EVALUATION

Les comptes annuels génèrent donc l'image que projette l'entreprise auprès de ses partenaires financiers. La notation bancaire qui en découle, si elle est médiocre ou se dégrade, peut annoncer une dénonciation de crédit, ou un durcissement des conditions de financement (montants, taux, garanties exigées, covenants...). Il importe dès lors avant tout de l'anticiper, et ensuite de préparer la défense du dossier. C'est dans cette perspective qu'a été conçu le service en ligne www.nota-pme.com qui se déroule en trois phases :

- **1re phase** : génération d'une « note fiscale » très similaire à la notation bancaire (les mêmes causes produisant les mêmes effets), explicitée par un diagnostic complet (points forts, points faibles, écarts au secteur...) ; c'est le regard porté sur la PME par ses partenaires financiers ;
- **2e phase** : passage du « bilan fiscal » au « bilan économique », grâce à l'introduction de retraitements et correctifs pertinents, accompagnés d'explications narratives et de justificatifs (expertises, barèmes, analyses sectorielles...), avec pour effet de rehausser la note ;
- **3e phase** : et finalement d'une « pré-valorisation » réaliste et prudente de l'entreprise, qui prend en compte les correctifs justifiés introduits en phase 2.

Ainsi, s'il nous faut améliorer notre notation bancaire pour mieux défendre nos crédits, nous rehaussons du même coup notre valorisation. Et si notre objectif est de maximiser la valeur de notre entreprise, nous améliorons notre

image financière et nos capacités à modéliser un développement harmonieux, et à le financer.

En fait, cette démarche s'appuie sur une astuce très simple : les travaux de correctifs sont effectués annuellement en amont de l'analyse financière, et non plus pour la seule finalité de l'évaluation. Et ils impactent directement la notation de l'entreprise, tout en préparant l'évaluation.

L'AVANT, LE PENDANT, ET L'APRES TRANSMISSION

Ces méthodes et outils qui associent notation et évaluation sont utiles dans les phases successives de la vie de l'entreprise.

COTE CEDANT, EN AMONT

Le dirigeant, futur cédant de tout ou partie de son actif industriel, va pouvoir piloter la valeur et la note en les optimisant simultanément, et en sécurisant du même coup ses financements.

DANS LA NEGOCIATION ENTRE CEDANT ET REPRENEUR

De la valeur au prix : le cédant sera d'autant plus facile à convaincre qu'il a été accoutumé à une pré-valorisation réaliste, évitant des prétentions impossibles à satisfaire. D'où une facilitation de convergence.

Le repreneur, de son côté, dispose en outre d'un prévisionnel lui permettant d'anticiper l'après-reprise, notamment en termes de capacité de l'entreprise à assurer le service de la dette d'acquisition.

COTE REPRENEUR

Une fois aux commandes de son entreprise, le repreneur se retrouve dans la situation du cédant, puisqu'il a alors vocation à piloter, sécuriser et optimiser sa notation et sa valorisation.

Ainsi, la boucle est bouclée, de la notation à la valorisation, et réciproquement...

QUID DE L'IMPACT DE LA CRISE COVID19 SUR LA NOTATION ?

C'est en effet une problématique majeure.

La notation des comptes 2020 sera très souvent plombée par la dégradation des ratios induite par la baisse d'activité et de rentabilité, ainsi que l'alourdissement de la dette (Prêt Garanti par l'Etat, charges différées assimilable à de l'emprunt...).

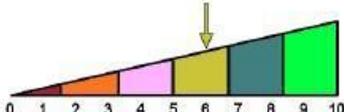
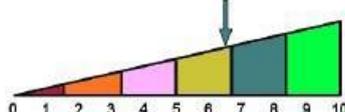
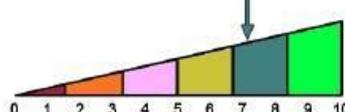
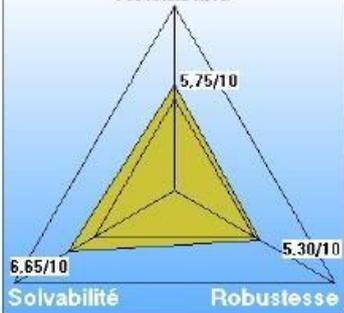
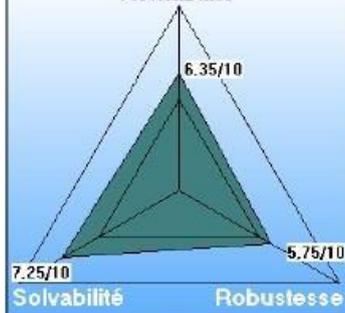
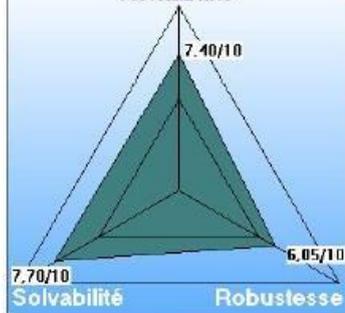
Le probable prolongement des aides en 2021 devrait en amortir les conséquences immédiates. Mais quand l'heure de vérité viendra, les dépôts de bilan vont sans doute se multiplier.

Quelles parades ? La refonte du business model et le renforcement en fonds propres et quasi fonds propres sont d'évidence deux voies complémentaires à privilégier.

Voici un exemple de présentation de l'évolution de la note NOTA-PME d'une entreprise et d'un premier niveau de justification, s'appuyant sur trois piliers : rentabilité, robustesse et solvabilité.

Ces notations peuvent être améliorées en évaluant les actifs à leur juste valeur et en déterminant la rentabilité normative de l'activité.

Note synthétique et profil de l'entreprise

DERNIER EXERCICE Clôture le 31/12/2014 Note : 6,00/10	Clôture le 31/12/2013 Note : 6,50/10	Clôture le 31/12/2012 Note : 7,13/10
 <p>Diagnostic raisonnablement optimiste</p>	 <p>Diagnostic résolument optimiste</p>	 <p>Diagnostic franchement optimiste</p>
Rentabilité, Solvabilité, Robustesse : les trois piliers de la note synthétique		
<div style="text-align: center;"> Rentabilité </div>  <p> Critères favorables : tout est plutôt ou très satisfaisant (rentabilité, solvabilité et robustesse). Critères défavorables : rien n'est franchement mauvais. </p>	<div style="text-align: center;"> Rentabilité </div>  <p> Critères favorables : la rentabilité, la solvabilité et la robustesse. Critères défavorables : aucun. </p>	<div style="text-align: center;"> Rentabilité </div>  <p> Critères favorables : la rentabilité, la solvabilité et la robustesse. Critères défavorables : aucun. </p>
QUE RECOUVRENT CES TROIS GRANDS CRITERES DE PERFORMANCE ET D'EQUILIBRE CONCOURANT AU CALCUL DE LA NOTE ?		
<p>La rentabilité - La note de ce critère de rentabilité globale apprécie tant la rentabilité de l'exploitation que celle des capitaux engagés dans l'entreprise.</p> <p>La robustesse - Il s'agit d'apprécier la solidité de l'entreprise, sous l'angle du poids du long terme et de l'intensité capitalistique (fonds propres, immobilisations...), ou de l'importance des financements par l'exploitation (crédit fournisseurs, avances clients...); il intègre à l'opposé les facteurs susceptibles de déstabiliser l'entreprise (puissante exploitation s'appuyant sur un bilan fragile, endettement trop lourd...).</p> <p>La solvabilité - Ce critère mesure les facteurs susceptibles de dégrader ou de renforcer les capacités de l'entreprise à faire face à ses obligations de règlement.</p>		

Il est possible en outre de générer des rapports automatiquement rédigés et personnalisables sous Word. Une dizaine d'études de cas sont accessibles gratuitement dès la page d'accueil du site www.nota-pme.com :

1

**Téléchargez gratuitement
des exemples**



SÉLECTIONNEZ UN EXEMPLE D'ENTREPRISE
ET UN TYPE DE RAPPORT-DIAGNOSTIC FINANCIER

Une manière de tester la note INFOGREFFE gratuite

Un exemple d'entreprise

- Entreprise pépète performante
- Entreprise déclinante en difficultés
- Supermarché
- Négociant en vins de Bourgogne
- Boulangerie
- Pharmacie
- Restauration rapide
- Transports routiers
- Industriel électronique
- Fabricant de parfums

Le Rapport-diagnostic de cet Exemple

- Indices de performance (2 pages - 8,25 € HT**)
- Rapport-diagnostic Flash (16 pages - 24,92 € HT**)
- Rapport-diagnostic Allégé (42 pages - 41,58 € HT**)
- Rapport-diagnostic Approfondi (70 pages - 74,92 € HT**)
- Rapport de pré-valorisation (10 pages) ***

LES ACTEURS : AUTRES ACTEURS (LISTE NON EXHAUSTIVE)

Il existe des centaines de structures de notation, ou d'évaluation. De nouvelles agences sont apparues notamment en matière ESG, ISR et green bond.

Pour l'ESMA, la dernière mise à jour des agences de rating a été effectuée en janvier 2021. 30 agences y sont enregistrées et 3 certifiées, dont deux françaises. À cette même date, 15 agences ont été délistées.

Voici une sélection de celles qui nous ont semblées les plus notables car les plus citées.

MARQUE

STANDARD & POOR'S

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	Enregistré ESMA	USA	Monde
En quelques mots	Créée en 1860, elle est connue pour sa notation et pour son indice boursier S&P 500. La qualité de l'émetteur est notée de AAA pour les crédits de première qualité à D en cas de défaut et de à A-1+ à D pour les crédits court terme.		
Evalue/note quoi	L'agence note la qualité court ou à long terme des dettes publiques des Etats et des entreprises.		

MARQUE

MOODY'S

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	Certifié ESMA	USA	Monde
En quelques mots	Moody's est une agence de notation financière, fondée en 1909 aux Etats-Unis. Sa notation représente la volonté et la capacité d'un émetteur à assurer le paiement des engagements d'une créance, tout au long de la durée de vie de celle-ci. L'échelle de notation, qui va d'un maximum de Aaa à un minimum de C, se compose de 21 crans et de deux catégories (investissement ou spéculation).		
Evalue/note quoi	L'agence note les dettes publiques des Etats et évalue celles de entreprises.		

MARQUE

V.E

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	France	Monde
En quelques mots	V.E est né de la fusion entre deux acteurs leaders sur leur marché historique, ancré en Europe et se positionne désormais en acteur mondial de l'analyse ESG. Un statut qui a fait de nous une partie prenante et un moteur dans l'évolution des consciences de la société civile et des pouvoirs publics, ainsi que dans l'adaptation des stratégies et pratiques des entreprises et des investisseurs. Aujourd'hui encore, le dialogue régulier avec toutes nos parties prenantes et l'innovation demeure au cœur de notre ADN. EIRIS : la société, qui a plus de 30 ans d'expérience, revendique une analyse qui repose sur près de 3000 entreprises à travers le monde. La société n'attribue pas de note ou d'appréciation globale aux sociétés mais fournit une analyse qui se veut objective des entreprises. Elle cherche à évaluer les sociétés en intégrant des normes reconnues, telles que les conventions de l'Organisation Internationale du Travail, ou les normes ISO 14001 pour les questions environnementales. EIRIS utilise une échelle d'évaluation progressive et cherche à utiliser une approche commune pour les critères d'analyse, en évaluant les politiques, systèmes, reporting et la performance des sociétés dans différents domaines, permettant ainsi d'obtenir des évaluations comparables et cohérentes.		

Evalue/note quoi	<p>Repris en 2019 par MOODY'S.</p> <p>VIGEO : Expert européen de l'analyse, de la notation et de l'audit-conseil des organisations s'agissant de leurs démarches, pratiques, résultats liés aux enjeux ESG. VIGEO identifie les facteurs de risque tant dans la définition que dans la mise en œuvre des stratégies et politiques.</p> <p>L'agence s'adresse aux investisseurs et gestionnaires d'actifs sur 2700 émetteurs. Elle intervient également dans la prise de décisions managériales pour les entreprises et les collectivités territoriales.</p> <p>Vigeo propose des notations extra-financières allant de « ++ » pour les meilleures entreprises à « -- » pour les entreprises en mauvaise posture.</p> <p>Fusionne avec EIRIS en 2015 puis MOODY'S en 2019.</p> <p>Évaluations ESG pour les entreprises, les souverains, les PME. Avis de tiers expert pour les obligations et les prêts durables.</p>
-------------------------	---

MARQUE			
FITCH			
Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	Certifié ESMA	USA	Monde
En quelques mots	Fitch est une agence de notation financière internationale fondée en 1913 à New York. Elle propose des notations du crédit à court et à long terme qui représentent plutôt le respect passé des engagements. Elle Note de AAA à D pour le long terme et F1 à D pour le court terme.		
Evalue/note quoi	Fitch note la qualité du crédit (capacité à rembourser) d'une entreprise, d'une collectivité ou d'un Etat, à court ou long terme.		

MARQUE			
BANQUE DE FRANCE			
Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Cotation	-	France	
En quelques mots	La cotation est composée d'une cote d'activité et d'une cote de crédit. La Banque de France note les entreprises ayant un chiffre d'affaires supérieur à 750 000 euros. La cote d'activité désigne le niveau d'activité de l'entreprise et est caractérisée par une grille de lettres associées au chiffre d'affaires de la société. L'activité est notée de A à X pour les entreprises dont l'exercice est clos depuis moins de 21 mois. La cote de crédit positionne l'entreprise sur une échelle de risque de crédit composée de treize positions allant de 3++ (la situation financière de l'entreprise est jugée satisfaisante, bonne solvabilité) à 0 (lorsque l'entreprise ne fait pas l'objet de la collecte d'une documentation comptable récente ou qu'elle ne possède pas de documentation exploitable).		
Evalue/note quoi	Elle évalue la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de 3 ans		

MARQUE

COMPAGNIE FRANÇAISE D'ASSURANCE POUR LE COMMERCE EXTERIEUR (COFACE)

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	France	
En quelques mots	<p>La Coface propose une offre de notation à prix réduits, accessible aux PME. Les entreprises disposent de deux possibilités : elles peuvent commander une étude pour être notées ou une étude pour analyser la notation d'une société partenaire. Le processus de notation peut durer jusqu'à deux semaines et fait appel à des experts Coface souscripteurs en assurance. Le commanditaire reçoit ainsi la notation dans un délai d'un mois et demi.</p> <p>Le Score Rating de Coface propose une visualisation de la probabilité de défaut, notée de 0 (lorsque l'entreprise est en défaut) à 10 (lorsque l'entreprise est solide). Les scores sont divisés en trois catégories de risques : risque élevé pour les notes allant de 1 à 3, risque moyen de 4 à 5 et risque faible de 6 à 10.</p>		
Evalue/note quoi	Elle mesure la probabilité de défaut d'une entreprise sur une période d'un an, de façon homogène		

MARQUE

QIVALIO

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Evaluation	Certifié ESMA	France	France
En quelques mots	<p>Qivalio est un groupe européen de notation, de recherche et de conseil innovant au service de la finance durable. Le Groupe apporte des solutions aux investisseurs, aux entreprises et organisations pour répondre aux enjeux de financement ainsi qu'aux transformations environnementales et sociétales.</p> <p>Fusion d'EthiFinance et Spread Research.</p>		
Evalue/note quoi	Elle évalue les ETI et PME.		

MARQUE

ETHIFINANCE

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	France	Europe
En quelques mots	<p>Leader européen de la notation des PME cotées ou non cotées. Elle analyse et fournit des conseils extra-financiers qui accompagnent les investisseurs dans l'intégration des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance, ainsi que les entreprises dans la gestion des risques et opportunités liés au développement durable. L'agence assure également le suivi qualitatif et quantitatif de la performance ESG des émetteurs (entreprises et états) et accompagne les organisations publiques dans le renforcement de leur démarche RSE.</p> <p>Regroupé avec Spread Research puis Qivalio en 2017.</p>		
Evalue/note quoi	Elle note la performance ESG (environnementale, sociale, gouvernance) des entreprises et risque pays en matière de développement durable.		

MARQUE**ALTARES**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Evaluation	-	France	France
En quelques mots	Créée en 2006 suite au rapprochement des sociétés BIL (Base d'Information Légales) et de Dun & Bradstreet France, 1 ^{er} réseau international d'informations BtoB. La société met à disposition de ses clients des données qualifiées, au niveau financier, légal ou marketing couvrant plus de 200 millions d'entreprises dans le monde dans plus de 220 pays.		
Evalue/note quoi	Pas à proprement parler de notation mais une solution d'aide à l'évaluation par : <ul style="list-style-type: none"> • La structuration et l'enrichissement des référentiels métiers • L'identification de nouveaux partenaires possibles • La maîtrise et la gestion du risque financier des partenaires ainsi que la lutte contre le blanchiment d'argent 		

MARQUE**L'ASSOCIATION FRANÇAISE DES CREDITS MANAGERS ET CONSEILS (AFDCC)**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Evaluation		France	France
En quelques mots	L'AFDCC a été créée en 1970. C'est l'unique association professionnelle des Credit Manager. Elle regroupe un réseau de 1000 entreprises membres issus des plus grandes entreprises internationales ou PME dans tous les secteurs et régions. L'AFDCC est chargée du développement de la fonction Credit Manager en France, du développement des compétences, l'amélioration des pratiques des personnes en charge du crédit clients... Le score est comparé à la cotation Banque de France et constitue un test reposant sur la pertinence du score sur les entreprises défaillantes. Il propose également un logiciel de calcul, ainsi qu'une formation à sa fonction score révisée.		
Evalue/note quoi	Le score AFDCC identifie les risques de défaillance des sociétés et décèle les éventuels retards de paiement, en évaluant le poids des dettes fiscales par rapport à la valeur ajoutée. C'est un score sectoriel qui a retenu six secteurs pour l'évaluation (l'industrie, le commerce de détail, le commerce de gros, la construction, le transport, les services).		

MARQUE**ATRADIUS**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Evaluation	-	Pays-Bas	Monde
En quelques mots	Atradius propose des solutions de credit management aux entreprises pour couvrir leurs risques commerciaux dans le monde et optimiser leur trésorerie : assurance-crédit, recouvrement de créances et caution. Elle dispose de 160 bureaux dans le monde dans 50 pays. Elle propose un accès à des informations sur 200 millions d'entreprises. La notation Atradius est établie en fonction de l'analyse économique et financière de chaque entreprise, issue des informations disponibles au moment de la consultation.		
Evalue/note quoi	Elle intervient dans l'évaluation de la dette et de la capacité de remboursement des entreprises.		

MARQUE

BMJ CORE RATINGS

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	France	France
En quelques mots	<p>BMJ et Associés, créée en 1993, a racheté CoreRatings France en 2004. L'agence a rejoint le groupe SINGER en 2009.</p> <p>Elle est spécialisée dans la notation sollicitée des entreprises en France, dans les domaines sociaux, environnementaux et sociétaux.</p> <p>L'agence a également développé une activité de notation extra-financière des collectivités territoriales.</p> <p>La méthodologie de BMJ Ratings se fonde sur une analyse de différents domaines. Une note est attribuée pour chacun des 6 domaines étudiés, puis une note « globale » sur 100 est déterminée, assortie d'une tendance.</p>		
Evalue/note quoi	<p>La note globale traduit le niveau général de performance extra-financière de l'entreprise. Des notes « par domaines » traduisent sa performance dans 6 domaines : Gouvernance d'entreprise, ressources humaines, environnement, achats et fournisseurs, fonction commerciale, rapports avec la société civile.</p>		

MARQUE

CREDIT SAFE

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	Norvège	Monde
En quelques mots	<p>Fondée en 1997 en Norvège, la société serait le premier fournisseur d'information financière et commerciale au monde.</p> <p>Elle combine des variables clés telles que l'information commerciale sur le paiement, l'information du public, l'analyse du secteur de l'industrie et d'autres indicateurs de performance.</p> <p>Les entreprises sont notées sur une échelle de 0 à 100 (0 correspondant à un risque élevé de faillite et 100 étant un risque faible de défaut).</p> <p>Afin de faciliter la prise de décision, Creditsafe dispose d'un code couleur qui évalue la gravité du risque (rouge pour un risque très élevé et vert pour un risque faible).</p>		
Evalue/note quoi	<p>Le score Creditsafe est un indicateur prédictif qui permet de mesurer la solvabilité de l'entreprise.</p>		

MARQUE

EARLY METRICS

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	Fra / UK	Europe
En quelques mots	<p>Agence de notation créée pour donner une note « neutre » aux startups. Elle vise le marché européen mais son site annonce un déploiement total d'ici 24 mois. Pour l'heure, les notes semblent essentiellement concerner des entreprises françaises et Britanniques.</p>		
Evalue/note quoi	<p>Elle note des TPE naissantes via leur équipe, projet, marché.</p>		

MARQUE**ELLISPHERE**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	France	Monde
En quelques mots	Coface Services, née en 2006 de la fusion entre Coface ORT et Coface SCRL, est devenue Ellisphere en 2014. Ellisphere est spécialisée dans l'information financière et commerciale des entreprises. Elle propose plusieurs services d'informations (notation ou achat de fichier marketing).		
Evalue/note quoi	Elle note la solvabilité d'entreprise (Ellipro pour les entreprises françaises, Elliworlworld pour les entreprises étrangères).		

MARQUE**INNOVEST**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	USA	Monde
En quelques mots	Innovest est une agence de notation en développement durable fondée au milieu des années 90 aux Etats-Unis. Elle a créé un modèle mathématique appelé EcoValue 21 qui permet de calculer un « Alpha ». L'alpha représente ici la plus-value économique résultant de la prise en compte de facteurs de développement durable dans 4 domaines : la gouvernance stratégique, l'environnement, le capital humain et les relations avec les parties prenantes.		
Evalue/note quoi	Elle note la plus-value économique résultant de la prise en compte de facteurs de développement durable		

MARQUE**SCOPE**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Evaluation	-	Allemagne	Europe
En quelques mots	SCOPE Ratings est une agence de notation fondée en 2002 à Berlin. Spécialisée à l'origine dans la notation des sociétés de gestion, elle a changé de dimension en obtenant en 2011 son agrément comme agence de notation européenne inscrite sur la liste ESMA.		
Evalue/note quoi	Scope Ratings est principalement spécialisée dans l'évaluation des PME, des ETI et la notation des fonds d'investissement immobiliers.		

MARQUE**EULER HERMES RATING**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	Allemagne	-
En quelques mots	Euler Hermes Rating, filiale d'Euler Hermes et Allianz, est une agence de notation européenne indépendante et autonome, reconnue en tant qu'organisme externe d'évaluation de crédit depuis 2011. Son système de notation s'étend de 1 (pour un risque de crédit faible) à 10 (pour un risque de crédit élevé). Racheté par Scope en 2021.		
Evalue/note quoi	Elle note le risque de crédit de l'entreprise		

MARQUE**SUSTAINALYTICS**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	-	Europe	Europe/USA/Asie Océanie
En quelques mots	Sustainalytics est née en 2008 de la fusion entre Dutch Sustainability Research, Scoris et Analistas Internacionales en Sostenibilidad Plurinational. Dès l'origine, elle est l'un des leaders en matière de recherche et d'analyse ESG liée à l'Investissement Socialement Responsable (ISR). Elle accompagne les entreprises dans leur réflexion et leur souhait d'adaptation à l'ESG ou fournit des éléments aux fonds et autres professionnels de la finance		
Evalue/note quoi	Sustainalytics offre des services d'évaluation extra-financière ESG.		

MARQUE**WIRATE**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Evaluation	-	France	-
En quelques mots	Plateforme de crowdrating qui travaille à l'évaluation des startups par la foule et propose deux types d'évaluation : le Wifeel et le Wivalue. Les entreprises choisissent le type d'évaluation souhaité et répondent aux questions posées. Elles laissent un commentaire visible par l'ensemble de la communauté, qui servira à préciser la pertinence de la réflexion.		
Evalue/note quoi	Elle évalue des startups par la foule Wifeel permet d'analyser les intuitions et l'affection du public ; Wivalue évalue l'équipe, le marché, le positionnement et la stratégie de l'entreprise.		

MARQUE**DAGONG GLOBAL CREDIT RATING**

Type	Type légal UE	Origine	Zone Action
Notation	Délisté par ESMA	Chine	Monde
En quelques mots	Dagong est une agence de notation chinoise créée en 1994. Elle est notamment connue du fait de ses analyses pertinentes sur le risque des Etats avant la crise de la dette de 2010 et pour avoir abaissé, dès 2010, la note de plusieurs Etats. Dagong participe à la conception et la promotion de la plupart des instruments financiers en Chine. Dagong Europe propose des solutions de crédit aux institutions financières, compagnies d'assurance et entreprises non financières		
Evalue/note Quoi	L'agence note les dettes publiques des Etats et évalue la solvabilité des entreprises.		

COMMENT LES UTILISER ET QUE RESTE-T-IL A LA CHARGE DES CGP/CFE QUI UTILISENT CES OUTILS ?

QUI UTILISE CES OUTILS ?

Depuis toujours, les grands utilisateurs de ces solutions, sont les conseillers, gérants ou commercialisateurs de solutions financières.

Parmi ceux-ci on notera : le banquier pour l'aider dans ses prises de décisions de financement ou de mise à disposition de services ; le gérant de fonds, pour la détermination des cibles ; les Conseillers Financiers (le plus souvent Conseils en Gestion de Patrimoine ou Conseils en Finance d'Entreprise), pour aider à calculer un impôt, prendre une décision ou justifier une recommandation d'achat ou vente d'un titre ou d'une entreprise.

Naturellement, nombre de chefs d'entreprises et d'investisseurs pour compte propre, sont également des utilisateurs naturels de ces solutions et outils et l'idée même de désintermédiation bancaire, très à la mode, a récemment amplifié le phénomène.

Si au départ, il s'agissait cependant surtout d'étayer une réflexion quant à un investissement ou une cession, la note ou l'évaluation ont pris une tout autre dimension depuis qu'un nombre croissant d'acteurs économiques en ont fait un élément constitutif de la décision de contracter et d'entrer dans une relation d'affaire, quelle qu'en soit la nature.

QUE DONNE UNE NOTE OU UNE EVALUATION ?

Comme nous l'avons vu, elle donne une indication de ce qu'il faut retenir et de la crédibilité.

Cependant, il est important de bien comprendre ce qu'évalue une agence et de rapporter cela aux questions qu'il faut se poser avant une opération.

Même si la régulation amène de plus en plus à traduire les résultats d'une analyse en chiffres ou indicateurs synthétiques, une analyse un peu approfondie, va nécessiter de comprendre pourquoi telle ou telle agence a donné telle note ou évaluation.

Il est important de ne pas oublier que le conseiller est attendu sur l'adéquation de la solution à la situation et aux attentes du client ou de l'investisseur.

Le choix de l'évaluation doit être pertinent.

Il semble raisonnable de ne pas se contenter d'une note. La multiplication des organismes et agences a par exemple rendu possible la recherche simultanée d'une évaluation de type ISR ou ESG et d'une évaluation purement financière.

Si la dimension ISR n'importe pas, alors, la comparaison entre 2 évaluations financières différentes peut apporter une information. La difficulté, en l'absence d'un accès aux rapports, est de bien comprendre pourquoi un écart ou même, le pourquoi du niveau de la note.

Or, la Jurisprudence n'est pas stable actuellement. Notre objet n'est pas ici de faire du droit, mais de considérer que les juges, qui sont sensés rendre la justice de manière « raisonnable » sont les marqueurs de ce qui est attendu ou « dans la norme ».

Ce que nous constatons en résumé, c'est qu'il est demandé à un professionnel de faire ses diligences, tout en ne refaisant pas le travail attendu d'un autre expert consulté (ou auquel il est fait référence), qui doit cependant être crédible.

CE QUE NE FAIT PAS LA NORME :

Elle n'explique pas, c'est le rapport qui le fait ;

Elle ne dit pas autre chose que ce qu'elle dit ! Certes La Palice aurait pu l'écrire, mais nous attirons l'attention sur le fait que si nombre d'agences se concentrent par exemple sur des notes qui disent en résumé : « l'entité paye plutôt ses créances », leur note ne dit donc pas « la croissance ou plus-value sont plus ou moins certaines » ou « les dividendes sont assurés ».

Elle ne vérifie pas l'adéquation du support d'investissement, par rapport à la situation et aux attentes de l'investisseur;

Elle ne donne pas une évaluation définitive mais à un instant T (elle est donc évolutive).

L'Autorité des Marchés Financiers, dans un document de 2013¹³, rappelle que la note est « une opinion » qui ne suffit pas à fonder une décision.

Elle appelle à porter une attention particulière à la durée, la disponibilité, les risques et le montant des frais inhérents à un investissement.

Pour ce que nous avons pu constater, on peut en effet considérer que ce sont des facteurs qui sont rarement au cœur de la notation ou de l'évaluation.

NOUS RECOMMANDONS 8 PHASES QUI PEUVENT SE COMPRENDRE EN 4 SOUS PHASES :

- 1 – **sélectionner des organismes / agences de référence** par domaine en pouvant expliquer pourquoi celles-là et dans différents domaines ;
- 2 – **Synthétiser leurs notes** ;
- 3 – Si possible, **analyser les rapports** des organismes / agences ;
- 4 – **Faire une synthèse** de ce qui doit être retenu ;
- 5 – **identifier ce que les rapports ne disent pas et se faire une opinion sur ces points** par tous moyens (en garder trace) ;
- 6 – produire une note **d'explication de ce qui doit être retenu, à destination cette fois, de l'utilisateur/ investisseur/client**, en adaptant le langage si nécessaire, de manière à garantir au mieux, qu'il pourra comprendre et éclairer son choix final.
- 7 – **Conserver trace** de son acceptation ;
- 8 – **Assurer la mise à jour** des données fournies par les organismes/agences de notation ou d'évaluation et **transmettre le résultat à l'utilisateur/investisseur/client, accompagné d'un avis** (toujours sur support pérenne).

¹³ Les Agences de Notation : Comprendre et utiliser leurs notes de crédit (AMF / Juillet 2013)

Sans que ces définitions ne soient totalement stabilisées dans le langage courant, il est possible de proposer les acceptions suivantes :

AGENCES DE NOTATION : selon l'ESMA (European Securities and Markets Authority, Autorité de régulation financière européenne), une agence de notation ne peut être agréée en tant que telle qu'à condition que la notation soit opérée par des analystes personnes physiques, ce qui exclut toute approche uniquement algorithmique ;

BOUTIQUE M&A : une boutique M&A est une société de conseil en fusions- acquisitions indépendante et de plus petite taille que les grandes banques. Elle se distingue des banques de détail, de finance de marché ou de fusions-acquisitions. Les boutiques M&A se concentrent particulièrement sur les transactions small cap (inférieures à 50 millions d'euros) et les transactions mid cap (entre 50 millions et 500 millions d'euros).

COTATION : terme utilisé principalement par la Banque de France ;

CROWDFUNDING (ou financement participatif) : le crowdfunding représente les outils et les méthodes de transactions financières faisant appel à un grand nombre de personnes dans l'objectif de financer un projet. On parle de mode de financement désintermédié. Il peut prendre la forme d'un don, d'une récompense, d'un prêt ou d'un investissement en capital. La France a mis en place une réglementation spécifique à une fraction du Crowdfunding, ou financement participatif par don avec ou sans contrepartie action ou dette. Il existe également une catégorie « royalties ».

EVALUATION ou **VALORISATION** : choix et application raisonnés des méthodes d'évaluation et des paramètres associés (multiples, taux, horizons...), en cherchant plus à tenir compte des performances ou de la situation anticipées que de celles constatées dans le passé.

FONDS ISR : les fonds socialement responsables sont investis dans des sociétés respectant des critères sociaux, environnementaux, éthiques et de gouvernance d'entreprise.

JUSTE VALEUR : la juste valeur a été définie par l'Organisation Internationale de Normalisation Comptable (IASB) en 2000. C'est une norme comptable qui a été adoptée en Europe et en France, et qui est fondée sur la valorisation des actifs et des passifs des grandes entreprises selon leur valeur de marché. Elle s'oppose ainsi à la valorisation au coût historique qui valorise les actifs et les passifs à leur date d'achat sur les marchés. La juste valeur a pour but d'améliorer l'information des investisseurs sur le profil de risque des entreprises et fournit une évaluation plus fine de leurs plus ou moins-values potentielles.

NOTATION : vocable générique de mesure de la performance ou du risque de défaut d'une entité ; en langue française (Larousse) il s'agit d'une évaluation ou d'une estimation chiffrée normalement accompagné d'une appréciation générale.

NOTATION FINANCIERE : la notation financière est l'appréciation du risque de solvabilité financière d'une entreprise, d'un Etat, d'une collectivité, d'une opération (emprunt, financement structuré, titrisation). Elle désigne également l'attribution d'une note ou d'un score correspondant aux perspectives de remboursement et de respect des engagements.

NOTATION EXTRAFINANCIERE : diverses initiatives revendiquent le concept de notation en se concentrant sur certains aspects autres que la seule dimension de risque de défaut ou de performance financière ; par exemple la notation des start-ups ou la Responsabilité Sociale et Environnementale.

PRE-VALORISATION (sur une base comptable et fiscale) : application mécanique des méthodes d'évaluation s'appuyant sur l'historique de l'entreprise (rentabilité passée, valeur patrimoniale...) ; permet une première approche de la valeur, mais ne saurait être retenue en l'état pour une valorisation économique ; la valeur comptable au jour de la valorisation est celle retenue par l'administration fiscale, qui ne saurait prendre en compte des événements futurs, et *a fortiori* des orientations stratégiques ;

PER (Price Earning Ratio) : le PER est un indicateur qui permet d'évaluer la valeur d'un titre par comparaison aux prix des titres de sociétés du même secteur. Il correspond au rapport entre la valeur en Bourse d'une entreprise et ses profits. Plus il est faible, plus l'action d'une société est considérée comme bon marché.

RATING : c'est le vocable largement utilisé par les agences de notation ; en langue française (Larousse), c'est un synonyme de noter.

SCORING ou **CREDIT SCORING** : cette terminologie est plus particulièrement utilisée pour apprécier la probabilité de défaut notamment par les banques, les assureurs- crédit et les credit-managers (tout comme la cotation de la Banque de France) ; c'est cette même acception qui est le plus souvent revendiquée par les entités de « renseignement commercial » ;

ANNEXE : FOCUS ESG - LES AGENCES EXTRA FINANCIERES & LES INDICES

LES AGENCES DE NOTATION EXTRA FINANCIERE : UNE EVALUATION QUI REPOSE SUR LES CRITERES ESG ET ISR

Un marché ultra concurrentiel, initié par l'Europe, mais qui passe aux mains des américains

Ces agences, créées pour la plupart au début du siècle en Europe, analysent et évaluent les performances des Etats, sociétés commerciales et institutions publiques ou privées, en utilisant les critères ESG et ISR notamment.

Pour la bonne appréciation de ces études extra financières, il faut savoir :

- Qu'elles ne sont pas basées sur des critères standardisés ; cependant les projets de loi européennes de TAXONOMIE souhaitent mettre en place une harmonisation des critères par la création d'un référentiel commun inspiré de l'ONU et de l'OCDE.
- Ces études sont financées par les investisseurs et non par les entreprises objet de la notation : les conflits d'intérêt sont évités. Néanmoins un grand nombre d'entreprises sont poussées à se faire noter, à leur frais ;
- Ces sont les entreprises notées qui délivrent elles-mêmes les informations aux agences
- Ces notations vont être utilisées pour l'éligibilité des fonds au Label ISR, Greenfin ou tous autres labels par les gérants

LES AGENCES DE NOTATION EXTRA FINANCIERES NE RELEVENT PAS (ENCORE) D'UN STATUT REGLEMENTE ET SUPERVISE.

Cependant, les Instances Européennes envisagent de les réglementer sous l'Autorité de l'ESMA, et non sous la responsabilité de l'Autorité régulatrice locale, en raison de la base de fonctionnement transfrontalière de ces agences et de la compétence professionnelle déjà acquise par les personnels de l'Esma en matière de surveillance des agences de notation financière du crédit.

LE SUIVI DES CONTROVERSES : UNE ACTIVITE IMPORTANTE DES AGENCES EXTRA-FINANCIERES

Le suivi des controverses permet de suivre les allégations de **mauvaise pratique** et les **contentieux** affectant les entreprises (et donc leur réputation et leur sécurité juridique) et, de manière indirecte, les personnes qui leur sont liées. Les controverses sont généralement classées selon leur fréquence d'occurrence et leur niveau de gravité. Sont également identifiées les réponses apportées par les sociétés. Les données relatives aux controverses sont mises à jour de manière très fréquente (de façon hebdomadaire, voire quotidienne). Cette activité est proposée par la quasi-totalité des fournisseurs historiques de données ESG généralistes et des acteurs de marché.

Quelques exemples de controverses : les accidents industriels, les pollutions, les condamnations pour corruption, le blanchiment d'argent ou les pratiques anticoncurrentielles, les allégations en matière d'information des clients, les incidents en matière de sécurité des produits...

LA CREATION D'INDICES ET DE CERTIFICATIONS PAR LES AGENCES EXTRA-FINANCIERES

Grâce à leur vision synthétique du marché, les agences extra-financières vont créer des indices en suivant les cours boursiers des entreprises éligibles aux meilleures notes ESG ISR.

De même certaines agences vont permettre aux entreprises d'obtenir des certifications ESG-ISR en édictant une charte de critères d'exigence à prendre en compte. Libre aux entreprises de s'y soumettre afin d'être classées, et de pouvoir se situer par rapport à un niveau acceptable de respect des critères du marché dans lequel elles agissent.

LA CONCENTRATION AMERICAINE DES AGENCES EXTRA-FINANCIERES ET LES LACUNES DES DONNEES

La plupart des agences européennes spécialisées en notation extra financières sont passées sous contrôle américain. En face l'Union Européenne cherche à mettre en place des normes de confiance.

L'enjeu de la définition des normes est au centre du sujet, entre américains, européens et chinois

Cependant, si le marché de la notation est en pleine croissance, il est encore imparfait car il y a encore :

- Trop de données déclaratives de la part des entreprises
- Un manque de transparence méthodologique, favorisant le « greenwashing »
- Des conflits d'intérêt entre agence et entreprise notée.

Selon le « *Bilan et perspectives du label ISR* » publié en Décembre 2020 par l'Inspection Générale des finances « *Le caractère responsable ou durable d'un placement fait référence à un ensemble de pratiques complexes dont les conséquences concrètes ne sont pas aussi directement observables que la simple performance financière.*

Enfin, la différenciation de ces produits repose pour une large part sur des caractéristiques dites de « confiance », ayant trait à des pratiques de gestion qu'il est délicat de certifier de manière crédible à l'épargnant »

LES PRINCIPALES AGENCES DE NOTATION EXTRA-FINANCIERES

CLIMETRICS

L'ANACOFI s'est associée à CLIMETRICS pour permettre à ses adhérent un accès à cette base de notation très importante et de portée internationale, par l'intermédiaire du site WEB ANACOFI SERVICES ;

Cette société note les fonds qui choisissent les entreprises les plus attentives aux réductions des gaz à effet de serre, la protection des ressources en eau, et à la déforestation liée à l'exploitation de matières premières. Sa notation apparaît sous forme de 1 à 5 feuilles vertes.

Est également prise en compte dans la note l'implication du gérant dans la transition, par ses initiatives auprès des entreprises ou des pouvoirs publics. Enfin l'attribution au fond d'un label (ISR, Greenfin pour la France) est un atout supplémentaire.

Climetrics est une marque de CDP (anciennement Carbon Disclosure Project), une ONG à but non lucratif qui gère la principale plateforme de reporting environnemental d'entreprises au monde. CDP donne également un score mesurant la performance environnementale des entreprises. Ces scores sont utilisés par plus de 600 institutions financières dans leur analyse ESG et par de nombreux fournisseurs d'indices boursiers.

CDP : Le CDP est une organisation internationale à but non lucratif qui incite les entreprises et les gouvernements à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre, à préserver les ressources en eau et à protéger les forêts.

VIGEO EIRIS DEvenu V.E. : Agence française créée en 2002 par l'ex-syndicaliste CFTD, Nicole NOTAT, qui fusionne avec la britannique EIRIS. L'ensemble est racheté par l'américain MOODYS en 2019. L'agence aux 300 collaborateurs en 2020, émet quatre indices publiés par les plateformes financières telles Bloomberg, Datastream ou Forum Ethibel :

Indices Euronext V.E : la gamme d'indices Euronext V.E rassemble les entreprises cotées en bourse qui recueillent les meilleures opinions de l'agence sur leur performance en responsabilité sociale.

Indices ESI - ESI Excellence Europe (Univers Europe) & ESI Excellence Global (Univers Monde)

Ces indices sont composés de valeurs appartenant au Registre Ethibel, selon une approche Best-in-Class combinée à des critères d'exclusion éthique. *Pour Ethibel : voir plus loin Forum Ethibel.*

V.E Best EM Performers : le Best EM Performers de V.E rassemble les entreprises dont les démarches de responsabilité sociale sont les plus avancées parmi un univers de 800 émetteurs cotés dans 31 pays émergents ou en développement.

Indices CAC 40® Governance - L'indice thématique CAC 40® Governance, évalue la performance des sociétés du CAC 40 en matière de gouvernance d'entreprise.

BMJ RATINGS : un des leaders du marché européen de la [notation sollicitée développement durable](#). Depuis 2009, l'agence fait partie du groupe U.S. Singer.

ETHIFINANCE : agence française créée en 2004, spécialisée sur les PME ETI en matière de développement durable.

FORUM ETHIBEL fondé en 1991 en Belgique par différentes ONG. ([Labels et certifications](#))

« *L'objectif de cette agence non lucrative est de promouvoir activement la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) et l'investissement socialement responsable (ISR) afin de faciliter et d'accélérer la transition vers une société durable. Pour atteindre ces objectifs, nous développons des services et produits spécifiques comme des labels de qualité, des audits ainsi que des certifications de produits financiers et non financiers.* »

Bien que Forum Ethibel soit une organisation belge, le réseau dans lequel il opère s'étend au-delà des frontières nationales.

- Label Pioneer en 1991
- Label Ethibel Excellence en 2004
- Label Solid'R en Belgique et au niveau européen
- Les INDICES DE DURABILITE ETHIBEL

Forum Ethibel a développé l'Indice de durabilité Ethibel (ESI = Ethibel Sustainability Index) en 2001 sur la base du label Ethibel et selon une approche Best-in-Class combinée à des critères d'exclusion éthique : ESI EXCELLENCE EUROPE et ESI EXCELLENCE GLOBAL

La gouvernance du Forum : la Commission de Registre

La Commission de registre (CR) est l'organe consultatif indépendant de Forum Ethibel. Sa principale mission est d'évaluer les entreprises au cas par cas sur la base des données fournies par une agence de notation ESG.

SUSTAINANALITICS : agence néerlandaise absorbée par [MORNINGSTAR](#).

TRUCOST : agence anglaise rachetée par S.P. Global ; l'agence a émis une liste d'entreprises trop carbonées qui est une référence dans ce domaine.

LE GAIA INDEX qui existe depuis 2009 et porte sur une sélection de 230 PME ETI françaises dont 70 sont sélectionnées chaque année dans un classement [ESG](#). Cet Index bat le CAC 40 et le CAC MID SMALL depuis le début. Il est réalisé avec le soutien d'ETHIBEL par MIDDLENEXT et la SFAF. L'index est très suivi par les entreprises qui y figurent, et qui communiquent sur leur entrée dans le classement et leur évolution vers les meilleures places.

- *Middlenext est une association professionnelle française indépendante exclusivement représentative des valeurs moyennes cotées.*
- *La Société Française des Analystes Financiers est une association française qui regroupe les professionnels du financement et de l'investissement.*

B LAB COMPANY – CERTIFIED B-CORP > BENEFIT CORPORATION « ÊTRE MEILLEUR POUR LE MONDE »

B LAB CY, domiciliée aux USA (Philadelphie) est un organisme de certification des entreprises aux **standards ESG très élevés** : la certification B.CORP est considérée comme la meilleure possible. L'organisation estime qu'au-delà des Etats, des ONG et des associations militantes, le monde des entreprises lucratives représente une très grande force pour favoriser les changements en faveur de l'environnement climatique et d'une meilleure approche sociale : « *les profits*

et la croissance sont des moyens puissants pour un impact positif au profit des personnels, des collectivités et de l'environnement »

L'entreprise doit équilibrer ses buts lucratifs avec les intérêts collectifs en considérant l'impact des décisions sur toutes les parties prenantes. La certification B.Corp retient 5 domaines d'impact : la Gouvernance, les Collaborateurs, les Collectivités, l'Environnement et les Clients. Les entreprises non lucratives ne sont pas admises.

Dans le Monde B.Corp réunit 3500 entreprises sur 70 pays ; l'Organisation offre à ses certifiés une communauté d'échanges de bonnes pratiques, et favorise les partenariats entre membres. Elle est influente auprès des pouvoirs publics et privés.

En France, B.Corp est représentée depuis 2019 par l'association B LAB France qui a certifié un centaine d'entreprises. Le questionnaire étant accessible librement toute entreprise peut s'auto-évaluer.

AUTRES INDICES :

- l'EU Climate Transition Benchmark
- l'EU Paris-aligned Benchmark.
- MSCI ACWI ex Coal Index (USD)
- MSCI World ex Fossil Fuels Index (EUR)
- MSCI World Climate Change Index (USD) :
- FTSE All-World ex Coal Index Series
- FTSE4GOOD
- S&P Global 1200 Fossil Fuel Free Index,
- S&P 500 Fossil Fuel Free Index, etc.
- Dow Jones Sustainability
- IASPI Eurozone
- Indice de Réparabilité des matériels apposé sur les biens de consommation (2021)
- LE CAC 40 ESG d'EURONEXT*

***LE CAC 40 ESG D'EURONEXT** : Lancé le 22 mars 2021 et composé des 40 sociétés cotées à la Bourse de Paris affichant les meilleures pratiques en matière de normes environnementales, sociales et de gouvernance. La sélection des sociétés, faite par le partenaire Vigeo Eiris, s'appuie sur le label ISR, Le CAC 40 ESG exclut les entreprises dont les activités sont jugées incompatibles avec un tel indice, comme l'industrie du tabac, celles autour du charbon et des armes controversées ou encore celles ne respectant pas les critères de bonnes conduites des Nations unies. Ainsi, Airbus, Alstom, Arcelormittal, Dassault Systèmes, EssilorLuxottica, Hermès, Saint-Gobain, Thales et Total sont les entreprises du CAC 40 classiques ne faisant pas parties de sa déclinaison ESG. Le nouvel indice intègre en revanche Accor, Arkema , EDF, Gecina, Klepierre, Sodexo, Solvay, Suez et Valeo