

# capital immatériel

>ÉVALUATION  
>PROTECTION  
>VALORISATION

numéro 9 / juin 2008

## Sommaire

### >Actualité de l'immatériel

Paris-Sud : Création de la première Chaire Universitaire Européenne sur la management de l'immatériel

2

La « Tribune Sciences Po de l'économie de l'immatériel » élargit son champ de recherche

3

### >Méthode évaluation

À la recherche de la valeur cachée  
par Didier Dumont

1-4-5

### >Analyse prospective

Des modèles socio-économiques en profonde mutation  
par Ahmed Bounfour

6-7

### >Recherche

La qualité du capital immatériel accroît la longévité des entreprises  
par Yosra Béjar

8-9

Première évaluation des 71 Pôles de compétitivité

10



### >Évaluation

Par Didier Dumont/ Directeur associé Goodwill Management

## À la recherche de la valeur cachée

La richesse d'une entreprise dépasse largement la somme de ses actifs comptables. Chercher à évaluer cette partie cachée de la valeur, qualifiée d'immatériel, revient à se poser plusieurs questions : que veut-on valoriser ? Comment ? Mais aussi et surtout pourquoi ?

### >Du périmètre variable de l'invisible

Révélateur du manque de représentativité des normes comptables, le capital immatériel a depuis son origine été associé à la richesse cachée de l'entreprise, cette fraction de sa valeur qui est invisible à la lecture du bilan, c'est-à-dire comptablement inexplicable. Si cette image est en grande partie valable, il ne faut cependant pas oublier que la valeur d'une entreprise passe aussi par la réévaluation de certains actifs corporels (immobiliers par exemple) dont la valeur comptable avant les normes IFRS pouvait être nulle. Si la part de l'immatériel dans l'invisible n'est donc pas totale, à l'inverse la partie visible devient de plus en plus immatérielle, surtout depuis les IFRS. Avec de nouveaux actifs, comme les relations clientèles, l'immatériel s'est invité avec force dans la valeur comptable. Mais, paradoxalement, la valeur comptable de nos grandes entreprises est devenue majoritairement inexplicable sous le poids grandissant des *goodwill* résiduels ! Le périmètre de l'invisible s'élargit donc, ce qui renforce l'importance du capital immatériel et l'enjeu de sa mesure.

### >De l'actif incorporel au capital immatériel

Derrière la question de savoir ce que l'on cherche à valoriser et pourquoi, il y a en fait une distinction à faire entre deux approches : une première, que l'on peut qualifier de globale, de la valeur du capital immatériel et une seconde, plus sélective et indépendante, de la valeur déterminée au niveau de l'actif. Dans ce second cas, il s'agit de déterminer la valeur d'un actif immatériel dans sa définition comptable. C'est



©

en fait ce que l'on appelle communément un actif incorporel (logiciels, marque acquise, brevets, frais de développement, concessions, etc..).

### >Valorisation des actifs incorporels

Si le contexte est comptable, comme l'enregistrement au bilan des frais de développement ou l'évaluation d'une marque dans le cadre de l'allocation d'un écart d'acquisition, on fera alors appel à des techniques de valorisation reconnues. Elles sont nombreuses et la littérature à leur sujet abondante. Rappelons les principales méthodes : coûts historiques, exonération de redevances, *price premium*, multiples comparables, *cash-flows* actualisés etc... Certaines de ces méthodes sont relativement spécifiques à un ou plusieurs types d'actifs, comme le *price premium* pour les marques. En dehors d'un contexte comptable, l'évaluation d'un actif immatériel reste bien entendu possible avec les mêmes techniques, mais il existe dans ce cas d'autres méthodes en particulier pour les marques qui sont à la base de classements publiés chaque année.

(suite p. 4)

## Actualité de l'immatériel

### > Actifs logiciels

#### Partenariat Microsoft-Experts comptables

Pour initier les entreprises à la gestion de leurs actifs logiciels et en optimiser la productivité, Microsoft a passé un accord avec l'Ordre des Experts Comptables, qui représente plus de 12 000 cabinets en France. « Nous avons conçu à leur attention un kit, une boîte à outils, afin qu'ils puissent sensibiliser, éduquer et former les entreprises à la problématique de la gestion stratégique des actifs immatériels. Ce programme sera lancé lors du prochain congrès des Experts comptables, en octobre prochain à Paris, » explique Béatrice Lamourette, directrice conformité logiciels Microsoft France.

### > Publication

#### La gouvernance de la recherche publique au Japon en 2008

Dans les années 1990, le Japon a fait le constat que la connaissance, et non plus le couple capital-travail, était devenue le moteur de la croissance de l'économie mondiale et que sa maîtrise était un facteur crucial de compétitivité. Depuis l'Archipel est devenu une grande puissance en matière de recherche et développement et un fervent défenseur de la propriété intellectuelle. Rapport rédigé par le service scientifique de l'Ambassade de France au Japon - 17 pages - 448 Ko

[www.bulletins-electroniques.com/rapports/smm08\\_028.htm](http://www.bulletins-electroniques.com/rapports/smm08_028.htm)

### > Symposium France-Japon : investissements croisés

9 décembre - Paris  
Pour célébrer le 150e anniversaire des relations franco-japonaise.  
01 42 61 59 77  
[p.cohen@jetroparis.fr](mailto:p.cohen@jetroparis.fr)

### > Recherche

## Paris-Sud : création de la première Chaire Universitaire Européenne sur le management de l'immatériel



Ahmed Bounfour et Anita Bersellini

**Anita Bersellini**, présidente de l'Université Paris-Sud 11 a officialisé le lancement de la première Chaire européenne sur le management de l'immatériel, le 21 mai 2008, en présence des partenaires privés et publics qui soutiennent l'initiative : Bouygues Telecom, le CIGREF, la Fondation d'entreprise EADS, l'INPI, l'OCDE et l'Office Européen des Brevets.

L'objectif de cette chaire est de contribuer à la mutualisation des

connaissances et au développement des capacités de recherche par la création d'un espace international d'échange, de formation et de recherche, en s'appuyant notamment sur les capacités de recherche de l'Université Paris-Sud 11, sa réputation internationale, et son attractivité pour les chercheurs au plan national et international.

Les actions de recherche et de formation de la Chaire ont une vocation prioritairement managé-

riale. Il s'agit entre autres pour les entreprises, de la valorisation des ressources immatérielles liées à la R&D, aux capacités d'innovation, aux systèmes d'information, au capital humain, aux stratégies d'image... et porte également sur des thématiques de nature sociétales (réseaux, communautés, régions...). Des séminaires d'échanges associant professionnels et chercheurs choisis parmi les meilleurs profils au plan international vont contribuer à l'enrichissement et à la diffusion des travaux au sein de la Chaire, également en charge de l'organisation de la Conférence mondiale sur le capital immatériel des communautés (*intellectual capital for communities*) et de la définition d'un espace

européen de recherche. Afin d'associer un large public, des ateliers seront également ouverts aux dirigeants (publics et privés) ainsi qu'à des élus. La Chaire a vocation à dispenser des enseignements propres à former des étudiants et des professionnels sur le management de l'immatériel, en formation continue, mais également au travers de la création d'un MBA et l'ouverture d'une spécialité de recherche. La Chaire est coordonnée par le Professeur Ahmed Bounfour, titulaire de la Chaire, et coordinateur scientifique de la Conférence mondiale sur le capital immatériel des communautés (co-organisée avec la Banque Mondiale), depuis 2005. [Lire page 6 son discours inaugural.](#)

### > Tourisme

## Lancement de la « marque France »

**La France** relance enfin une politique touristique ambitieuse. Il faut dire que ces derniers temps, la belle endormie a perdu des parts de marché, de plus, la qualité de l'accueil, le rapport qualité-prix des repas et la modernisation des hôtels laissent à désirer.

Lors de la clôture des Assises nationales du tourisme, ce 19 juin, le secrétaire d'Etat chargé du Tourisme, Hervé Novelli, a donné le coup d'envoi d'une « politique touristique prometteuse » à l'horizon 2020, en présentant

une série de mesures pour donner à ce secteur non-délocalisable un nouveau souffle. Cette politique, destinée à remettre le tourisme au cœur de la croissance française, s'articule autour de trois objectifs prioritaires :

1. L'amélioration de l'accueil des touristes internationaux pour capter une nouvelle clientèle provenant des pays émergents et lui donner accès à toutes les régions de France ;
2. Modernisation de l'offre touristique pour répondre aux nouvelles attentes ;
3. Promotion de la marque



d'ici à 2012 cette rénovation entraînera un coût estimé à environ 10 milliards d'euros ;

France : une marque unique, partagée par tous les acteurs pour harmoniser l'image de la France partout dans le monde.

## > Recherche

# La « Tribune Sciences Po de l'économie de l'immatériel » élargit son champ d'investigation



Rachid Bakhtaoui, Daniel Lebègue, Maurice Lévy, Richard Descoings, Marie-Ange Andrieux, Patrick Leguil

**La « Tribune Sciences Po de l'économie de l'immatériel »** est le fruit d'un partenariat entre Deloitte, Sciences Po et le site Easybourse. Il s'agit d'un projet collectif où les étudiants de Sciences Po conduisent des recherches académiques avec le parrainage de « Grands Témoins » comme Maurice Lévy (Publicis), Jean-Pierre Jouyet, Daniel Lebègue (IFA), Patrick Leguil (SFAF), Jean-Bernard Lévy (Vivendi), Georges Drouin (Medef). Les recherches sont ensuite confrontées auprès de la communauté économique et financière, en interviewant des dirigeants d'entreprises et des experts. 70 témoignages et bonnes pratiques ont ainsi été collectés en deux ans. Les résultats de ces travaux sont consultables, depuis juin 2007, sur le site Easybourse dans un espace réservé. Cette année, une nouvelle promotion d'une douzaine d'étudiants de quatrième année du Master stratégie et finance a enrichi la Tribune de cinq nouvelles briques, qui seront mises en ligne le 1er juillet 2008. Celles-ci portent sur trois secteurs : les industries agroalimentaires, les

acteurs du Private Equity et les organismes sans but lucratif (OSBL) ; et deux nouveaux dossiers : les managers de l'immatériel et les aspects « mesure et évaluation » du capital immatériel. Une adaptation stratégique des entreprises à l'économie de l'immatériel est indispensable, alors que doit se former un management susceptible de relever ces nouveaux enjeux, tant en termes de compétences (savoir-faire) que de comportements (savoir être). Pour Marie-Ange Andrieux, directeur des partenariats de Deloitte (150 000 personnes dans le monde), qui a créé et dirige la Tribune Sciences Po de l'économie de l'immatériel, il s'agit

**70 témoignages et bonnes pratiques collectés en deux ans.**

*de trouver les racines d'une nouvelle croissance qu'il faut s'approprier ; l'entrée dans l'économie de l'immatériel et de la connaissance marque une profonde évolution des facteurs de croissance, de productivité et de compétitivité. Dans ce contexte les entreprises*

*se posent de multiples questions : quelle serait la « juste gouvernance » des actifs immatériels ? Quelle est la cartographie des actifs immatériels susceptibles de servir la stratégie de l'entreprise ? Comment l'entreprise peut-elle les reconnaître et les mesurer ? Quelles sont les meilleures pratiques pour créer de la compétitivité, de la croissance rentable et de la valeur en*

*exploitant des actifs immatériels, tout en maintenant un niveau de risque acceptable ?* Pour Richard Descoings, directeur de Sciences Po, « nous sommes déjà dans l'économie de l'immatériel. La croissance vient des entreprises qui se battent non pas sur les prix de revient mais sur des facteurs de compétitivité qui font la différence : les marques, l'innovation, le talent d'attirer et de garder les meilleures, la capacité à fidéliser des clients par une co-création de biens et services adaptés en temps réel à leurs besoins.

## > Conférence 2e Journée Nationale des Actifs Immatériels

mercredi 2 juillet 2008  
- Paris - Sorbonne  
Malesherbes

L'Observatoire de l'Immatériel et 10 associations partenaires présenteront, en exclusivité, le fruit de leurs travaux effectués au cours de l'année écoulée, en particulier sur : l'évolution des grilles d'évaluation et les nouveaux outils de pilotage et de progression. À noter, que pour la première fois cette année, le Capital Développement Durable sera aussi pris en compte.

Désormais, il ne fait plus de doute que le leadership d'une entreprise dépend en grande partie de sa capacité à faire progresser son capital immatériel. Programme-inscription : [www.jnai.org/](http://www.jnai.org/)

## > Concours « Les Trophées de la gestion des compétences »

Cette compétition organisée par la Chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP) a pour vocation d'encourager et de valoriser les PME qui intègrent la gestion de compétences dans leur stratégie globale de développement. La remise des prix aura lieu dans le cadre du 2ème Forum de la Formation Continue organisé le 30 septembre 2008 à la Bourse de Commerce de Paris. [www.dfc.ccip.fr](http://www.dfc.ccip.fr)

## > Publication Les patrimoines textiles

« De pied en cap - Patrimoines textiles et de la mode en Rhônes-Alpes », éditions La passe du vent, prix : 12 euros.

Rens : 04 72 50 14 78



Didier Dumont

> Suite de la 1ère page

# À la recherche de la valeur cachée

... Si la valorisation des actifs incorporels est une discipline mature, dont les techniques sont éprouvées et reconnues, il n'est cependant pas possible d'en déduire une valeur du capital immatériel qui serait la somme des valeurs calculées pour chaque actif. Ceci pour deux raisons majeures : une grande partie du capital immatériel n'a pas de définition comptable au sens d'actif (les hommes, l'organisation, les fournisseurs...) ou en a une mais qui est restrictive (brevet *versus* technologie) et la disparité des techniques de valorisation (approche par les coûts, par les revenus...) utilisées pour chaque actif ne permet pas de les additionner avec pertinence.

### • Valorisation du capital immatériel

Pour attribuer une valeur globale au capital immatériel d'une entreprise, il est nécessaire de s'éloigner de la définition comptable de l'actif et d'opter pour une cartographie par grandes familles d'actifs afin d'élargir au maximum le périmètre comme ce qui est proposé par l'Observatoire de l'immatériel. Un tel exercice doit donc s'inscrire dans une approche économique en dehors de toute contrainte réglementaire ou comptable. Il y a deux grandes approches pour valoriser l'ensemble du capital immatériel.

### > Approche soustractive ou « ex-post »

En partant du principe que la valeur de marché reflète la richesse globale d'une entreprise, en opposition à la valeur comptable qui doit répondre à des contraintes plus normatives qu'économiques, il était tentant de rapprocher la valeur du capital immatériel de l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable.

Cette méthode a l'avantage d'être très facile à utiliser puisqu'il n'y a pas de calcul à effectuer, si ce n'est une soustraction. Elle est d'autant plus simple que l'entreprise étudiée est cotée et donc sa valeur de marché disponible. Ainsi, on a associé le capital immatériel au Q de Tobin (valeur des actions sur montant comptable des actifs), au PBR (*Price to book ratio* : rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable). Or si la simplicité de la méthode est évidente, sa pertinence l'est beaucoup moins.

Premièrement, pour prétendre que l'écart entre la valeur comptable et la valeur de marché peut être assimilée à la valeur du capital immatériel, il faudrait que celui-ci soit la seule variable à l'origine de cet écart. Or d'autres comme la liquidité du titre, le caractère « O.P.able » de l'entreprise, la sensibilité de son secteur d'activité aux risques géopolitiques, et plus globalement tous les paramètres qui influent sur la loi de l'offre et de la demande ont une incidence sur le cours de l'action.

Deuxièmement, et indépendamment de la méthode de calcul, il est clair qu'une approche soustractive fournira une valeur globale du capital immatériel sans préciser sa répartition sur les différents actifs qui le composent. Or il est essentiel et riche d'enseignements de comprendre ce qui fait la valeur immatérielle de l'entreprise. Est-ce le capital humain, comme par exemple pour une SSII ? Où est ce la R&D, les brevets, comme dans l'industrie pharmaceutique ?

Troisièmement, les normes IFRS ont sensiblement modifié la structure de la valeur comptable et ont réduit la comparabilité des états financiers. En effet, les groupes bancaires ont des PBR faibles car leurs actifs financiers sont évalués à leur valeur de marché (*fair value*). Les entreprises du secteur des NTIC ont également des PBR faibles mais pour une autre raison : le nombre important d'opérations de croissance externe et le poids croissant des *goodwills* résiduels non amortissables. Des entreprises donc très « immatérielles » se retrouvent avec des PBR plus faibles que des entreprises industrielles à forte intensité capitaliste.

L'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable est en fait un indicateur de l'existence du capital immatériel, mais on ne peut pertinemment pas prétendre qu'il est égal à la valeur de son capital immatériel.

### > Approche additive ou « ex-ante »

Ce type d'approche cherche à déterminer la valeur du capital immatériel comme la somme des valeurs de chacune de ses composantes. Par rapport à la méthode précédente, l'approche additive valorise le capital immatériel indépendamment de la valeur de marché et vise d'ailleurs à la définir, ce qui semble plus logique. Toutefois, une réelle difficulté existe dans cette approche : le processus de création de valeur utilise tous les actifs en même temps et il faut trouver une bonne méthode d'allocation de la valeur créée à chaque actif pour éviter de compter plusieurs fois la même chose et en déduire une valeur d'entreprise anormalement élevée.

Cette complexité a freiné l'émergence d'une méthode fiable. Coincée entre la difficulté de mise en œuvre d'une méthode de valorisation additive et le manque de pertinence de l'approche soustractive, la mesure du capital immatériel a été réduite pendant longtemps à sa dimension qualitative jusqu'à la publication fin 2006 du livre « *Valoriser le capital immatériel* » d'Alan Fustec & Bernard Marois.

Les auteurs y développent une méthode originale qui combine évaluation qualitative et valorisation financière du capital immatériel. Totalement déconnectée

« Le processus de création de valeur utilise tous les actifs en même temps, il faut donc trouver une méthode d'allocation de la valeur créée à chaque actif pour éviter de compter plusieurs fois la même chose. »

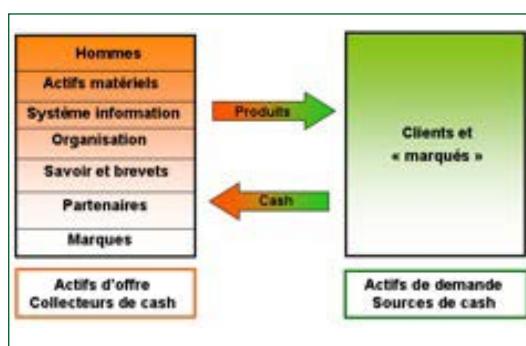
de la valeur de marché, elle propose un système de valorisation crédible de l'entreprise grâce à une allocation réaliste et non redondante de la valeur créée aux différents actifs matériels et immatériels de l'entreprise. Cette approche s'inscrit donc dans une vision dynamique du capital immatériel qui l'associe au processus de création de valeur. Le capital immatériel se définit ainsi comme étant la capacité actuelle d'une entreprise à dégager des revenus futurs.

Il n'est pas possible de détailler ici la méthode, mais en voici les grandes lignes. Sur la base d'une cartographie du capital immatériel en sept « grands » actifs :

- capital clients
- capital humain
- capital de savoir
- capital de marques
- capital organisationnel
- capital fournisseurs
- système d'information

la méthode réalise une première évaluation qualitative de chacun qui est le résultat d'une analyse très détaillée des mesures des indicateurs et critères constituant l'actif. Cette évaluation se traduit par une notation qui permet d'apprécier la qualité et la pérennité de l'actif, et donc de déterminer un niveau de risque qui servira à la valorisation.

Ensuite pour valoriser l'ensemble du capital immatériel, la méthode se base sur une bipolarité originale, mais qui repose sur une évidence : pour créer de la valeur il faut la rencontre d'une offre et d'une demande. A partir de ce principe, les sept actifs sont classés en deux catégories : ceux qui sont nécessaires à la conception de l'offre, donc des produits, et ceux qui représentent la demande et donc fournissent le cash en contrepartie des produits vendus : ce sont les clients.



Cette distinction est cruciale car elle permet de supprimer le risque de surévaluation. La méthode va donc calculer deux valeurs, celle des actifs d'offre et celle des actifs de demande. En effet, puisque le *cash* transite entre la demande et l'offre, dès lors que l'on valorise le capital client il est nécessaire de le faire de manière distincte car additionner les valeurs reviendrait à compter deux fois la même chose.

Sur l'aspect technique de la méthode, il s'agit d'une actualisation de revenus futurs. Mais ceux-ci ne sont pas déterminés par rapport à un business plan comme pour un DCF (*Discounted cash-flows*), mais par rapport au *cash-flow* réel (actuel) de l'entreprise. Si celui-ci peut être affecté en totalité au capital client qui en est la seule source, il doit être affecté aux actifs d'offre, proportionnellement à leur importance dans le processus de création de valeur. La méthode de valorisation de chaque actif est ensuite la même : détermination des *cash-flows* futurs par rapport à l'évaluation de la pérennité de l'actif et actualisation par rapport au risque. Ces deux paramètres ayant été établis comme nous l'avons vu lors de l'évaluation qualitative (notation).

La méthode ne détermine donc pas une valeur absolue du capital immatériel, mais une valeur relative qui se situe dans une fourchette dont la valeur médiane peut être considérée comme une valeur théorique du capital immatériel. L'analyse de l'écart entre les deux valeurs obtenues apporte par ailleurs un éclairage intéressant. Si la valeur des actifs de demande est nettement supérieure à celle des actifs d'offre, on peut craindre une dégradation des performances de l'entreprise dans l'avenir : les clients de l'entreprise sont « fidèles, nombreux et riches » mais le potentiel de l'offre est fragile et peut se révéler insuffisant pour entretenir l'intérêt des clients dans la durée. A l'inverse, si les actifs d'offre ont une valeur nettement supérieure à celle du capital client (actif de demande) cela signifie que l'entreprise « en a sous le pied », au regard de sa performance actuelle et qu'il est probable qu'elle recrute de nouveaux clients dans l'avenir.

Valorisé sur la base des revenus futurs qu'il peut engendrer, le capital immatériel offre à l'évaluateur d'entreprises une nouvelle méthode qui complète celles qu'il utilise habituellement. Elle lui permet en particulier de confronter ce résultat à celui issu d'un DCF et de se forger une opinion sur la crédibilité du business plan qu'on lui propose.

Si la valorisation des actifs incorporels pris séparément ne pose pas de difficultés majeures, la détermination de la valeur de l'ensemble du patrimoine immatériel de l'entreprise est un tout autre enjeu. Longtemps impossible, la valorisation additive du capital immatériel, si elle est une approche encore balbutiante et imparfaite, permet au dirigeant d'établir un premier lien entre son action visant à faire progresser ses actifs immatériels et la valeur de l'entreprise. <

**Didier DUMONT**  
Directeur associé, Goodwill Management  
didier.dumont@goodwill-management.com

# Des modèles socio-économiques en profonde mutation

L'immatériel appelle à une transformation fondamentale des modes de pensée et d'action des managers et des décideurs publics. Pour autant, nous ne disposons pas encore de modèles et de théories clairement établies. **Perspectives**

**Discours inaugural prononcé par le professeur Ahmed Bounfour à l'occasion du lancement de la première Chaire Universitaire Européenne sur la management de l'immatériel, en présence de la présidente de l'Université Paris-Sud 11, Anita Bersellini et des organisations partenaires représentées par Jean-Eric Aubert, Banque Mondiale, Marie-Claude Certiat, EADS, Frédéric Champion, Bouygues Telecom, Dominique Deberdt, INPI, Jean-François Pépin, CIGREF, Helge Rasmussen, OEB, Yoshiaki Tojo, OCDE.**

[...] L'immatériel est une ressource essentielle au développement des organisations. Certes, ce n'est pas à proprement parler un thème nouveau : la théorie économique et la théorie des organisations l'ont considéré de longue date. Mais il est des évolutions importantes qui rendent ce thème d'une singulière pertinence aujourd'hui tant au plan de la recherche que de l'action. L'immatériel appelle à une transformation profonde des modes de pensée et d'action des managers et des décideurs publics. L'immatériel est une ressource généralement invisible, mais pourtant omniprésente dans les systèmes socio-économiques. On pense naturellement d'emblée aux droits de la propriété intellectuelle (brevets, dessins et modèles, marques, logiciels...) mais l'immatériel intègre également d'autres facteurs souvent sous-estimés : les processus organisationnels, les infrastructures technologiques, les systèmes d'information, la réputation, les actifs relationnels, et naturellement la connaissance tacite présente dans les cerveaux des collaborateurs d'une entreprise ou d'une organisation. C'est dire l'étendue du champ et la difficulté de tout exercice de modélisation et de valorisation ; d'autant plus, que ces facteurs se caractérisent par une grande volatilité : contrairement aux biens matériels,



Ahmed Bounfour

uent les véritables lieux de création de valeur. De même, les parties prenantes de l'entreprise souffrent d'une réelle asymétrie de l'information, au premier rang desquels les marchés financiers, comme l'ont montré les travaux de Lev. Or nos enseignements et plus généralement nos modes de pensée sont encore fondamentalement marqués par la raison unitaire : l'entreprise avec ses instruments de *reporting* emblématiques : le bilan et le compte de résultat, et plus généralement l'organisation considérée comme unité de base de l'analyse, même si les interactions avec l'environnement sont prises en compte. © Le problème se pose aussi au niveau macroéconomique, avec la question de l'intégration des immatériels dans la mesure du PIB.

En outre, la question de l'immatériel doit être pensée dans une perspective systémique : elle concerne non seulement les entreprises (et pas seulement celles cotées en bourse), mais également les patrimoines et processus publics : celui des États, mais aussi des régions, des villes et de toutes les organisations à vocation non marchande, ainsi que les centres de recherche et les universités. Par ailleurs, les modèles socio-économiques sont en profonde mutation. Il s'agit là d'une dimension souvent sous-estimée. La problématique de l'immatériel ne peut être considérée sérieusement sans tenir compte des modes organisationnels sous-jacents au nouveau capitalisme. La question de la connaissance dans l'organisation est maintenant largement débattue dans la littérature économique et managériale. Pour autant, nous ne disposons pas réellement de modèles et de théories clairement établies, ou plus précisément, nos visions actuelles n'intègrent pas suffisamment les modèles socio-économiques émergents. En effet, le problème de la connaissance ne peut être sérieusement considéré sans tenir compte des nouvelles règles

les ressources immatérielles ne créent de valeur que combinées entre elles ainsi qu'à des ressources matérielles.

### > Approche systémique

Au plan théorique, sans remonter aux origines de la théorie économique, et de sa sœur jumelle, la théorie des organisations, nous disposons aujourd'hui d'un ensemble de théories intéressantes et stimulantes, dont la combinaison devrait nous permettre d'aborder sous un angle nouveau la question de l'immatériel dans les organisations, et de répondre aux préoccupations des dirigeants : la théorie des ressources, la théorie des capacités dynamiques en stratégie, bien sûr, mais également la théorie de l'évolution ou la théorie des coûts de transaction, ou encore les théories anthropologiques par exemples. Pour autant, disposons nous d'une réelle théorie générale de l'immatériel bien articulée et permettant de répondre de manière claire aux questions urgentes qui se posent ? Rien n'est moins sûr. Notre vision du modèle de création de valeur dans les entreprises doit être fondamentalement remaniée, dans un contexte où les interstices (en raison de l'importance des réseaux) devien-

sous-jacentes au nouveau capitalisme : un capitalisme certes cognitif, mais un capitalisme dont l'ordre implicite jusque là dominant — l'entreprise hiérarchique unitaire — est en cours de transformation. En particulier, il convient de mettre en évidence comment les nouveaux modes d'organisation (le réseau, la communauté, l'individu en solo) vont inciter à l'émergence de nouvelles formes d'actifs immatériels à modéliser, valoriser, et manager : les actifs individuels idiosyncrasiques ainsi que les actifs de reconnaissance dans un cadre communautaire (communautés contraintes, communautés quasi-organiques et communautés organiques), vont naturellement jouer un rôle de plus en plus important dans le cadre de la valorisation.

## > L'immatériel première ressource européenne

Au plan institutionnel, l'Agenda de Lisbonne avait défini un objectif stratégique pour l'Europe : devenir l'économie de la connaissance la plus compétitive au niveau mondial vers 2010. Mais quelles que soient ses insuffisances, l'Agenda de Lisbonne comporte un élément clé de pertinence : celui de considérer la connaissance — et ses actifs liés — comme la ressource clé, dont la mobilisation est déterminante pour assurer au continent un niveau de développement satisfaisant, compatible avec les conditions de concurrence internationale, ainsi qu'avec l'objectif de cohésion sociale affirmé par ledit Agenda.

Dans ce contexte, et en termes opérationnels, la question de l'immatériel prend un relief nouveau ; elle devient le cœur d'un dispositif collectif de management d'une ressource-clé, avec comme perspective le développement harmonisé de l'action collective au sein d'un système socio-économique, articulé autour de la « triple hélice » qui, comme nous le savons, est censée intégrer de manière articulée trois grands acteurs : les universités, les entreprises (et leurs réseaux) et les décideurs publics (nationaux, régionaux ou locaux).

C'est autour de cette perspective qu'une véritable action de valorisation du capital immatériel de communautés organisées peut être assurée de manière judicieuse. C'est la perspective que nous

considérons comme la plus adaptée à l'économie de la connaissance, et autour de laquelle l'efficacité des actions publiques, notamment en France, doit être évaluée. Le développement et la valorisation du capital immatériel en France ne peuvent être organisés de manière satisfaisante qu'en mettant l'université au cœur du dispositif de la triple hélice. Derrière ceci, se profile toute la question de la performance des systèmes socio-économiques, et sa réévaluation tant au plan analytique que de l'action.

## > L'immatériel clef de la compétitivité

Enfin, la bataille concurrentielle qui s'annonce, entre entreprises, nations, régions, villes, et universités, se joue pour l'essentiel sur le niveau d'investissement et la qualité de leurs ressources immatérielles. C'est la raison pour laquelle de nombreux pays ont mis en place des programmes, en particulier à vocation microéconomique, destinés à mieux valoriser le patrimoine immatériel : en Europe, les pays nordiques (Danemark, Finlande, Suède notamment), et plus récemment l'Autriche et l'Allemagne. Au Danemark, une loi a été votée en 2001 incitant les entreprises à diffuser des informations sur les actifs immatériels (pour ceux jugés particulièrement pertinents). En Allemagne, un programme de *reporting* a été mis en place, par le ministère fédéral de l'Économie, à destination des PME. Ce programme est en œuvre depuis maintenant plus de deux ans.

Au Japon, et plus généralement dans la zone asiatique, il y a un intérêt très fort pour le sujet. Le METI a mis en place son propre programme de valorisation à un triple niveau : les entreprises tant pour la propriété industrielle que pour les immatériels considérés dans un sens large ; les régions et les villes et plus récemment au plan macroéconomique. Un travail d'évaluation est conduit par le RIETI pour le compte du METI, mais aussi par l'OCDE.

La Chine et l'Inde ne sont pas en reste, et de nombreuses universités allouent d'importantes ressources à l'intégration de la dimension purement immatérielle dans l'analyse de la performance des entreprises et des systèmes socio-économiques.

Le Brésil, grâce à un programme de

la BNDES, une grande banque dont Eduardo Rath, l'un des vice-présidents nous fait l'honneur d'être parmi nous aujourd'hui, cherche à recentrer ses 20 milliards de dollars d'investissements annuels vers la valorisation du capital immatériel des entreprises brésiliennes.

Plus près de nous, les pays méditerranéens, tant du Maghreb que de l'Orient, s'efforcent de développer des stratégies fondées sur la connaissance et ses actifs liés, en s'efforçant de tirer partie de ressources pétrolières et surtout de la jeunesse de leurs populations.

La France, dans ce contexte, fut pionnière, du sujet : au début des années 1980, avec notamment plusieurs rapport du Plan, un rapport du Crédit national pour le compte de l'OCDE de 1987, et plusieurs rapports du Conseil Économique et Social. Mais la pratique managériale n'a pas réellement suivi. Les évolutions récentes tendent à suggérer que ce thème redevient central aussi bien pour l'action politique que l'action managériale, avec notamment la création de l'Agence du patrimoine immatériel de l'État (APIE) — en 2007, une innovation mondiale, et le développement de plusieurs initiatives d'associations professionnelles, au CIGREF et au MEDEF notamment. Une réelle articulation entre entreprises, institutions publiques et universités autour de ce thème devient possible et à portée de main.

A travers ce mini Safari, se profile l'étendue du champ et l'importance de la révolution de paradigme à venir. L'objet du programme de la Chaire proposée est d'aider à y contribuer. C'est en effet, dans ce contexte qu'il convient d'inscrire ce projet, dont l'ambition principale est de contribuer à une pensée et à une action sans cesse renouvelées. [...]

**Ahmed BOUNFOUR**

Professeur des universités

Fondateur et coordinateur de la Chaire Européenne de Management de l'Immatériel

Université Paris-Sud

Ahmed.bounfour@u-psud.fr

### > Mesure

# La qualité du capital immatériel accroît la longévité des entreprises

Un travail de recherche a été conduit pour vérifier, sur le marché français, si les entreprises technologiques introduites en bourse bénéficiaient d'une longévité accrue du fait de leur caractère innovant et d'une forte présence d'immatériels. **Démonstration**

Ces dernières années ont été marquées par une évolution importante des besoins des investisseurs en informations financières. Les rapports récents et les recommandations émises soulignent l'importance du développement d'une communication sur le savoir-faire, les brevets, les clients ... autant d'éléments liés au capital immatériel.

Cette évolution des attentes montre le rôle grandissant du capital immatériel dans la valorisation des entreprises notamment celles qui s'introduisent en bourse. Mise à part les travaux les plus connus soulignant le rôle de la R&D dans cette valorisation, de nouvelles recherches ont mis en exergue les contributions du savoir-faire, de la connaissance, du capital client dans le développement des performances futures. Ces dernières ont été dans la plupart des cas appréciées par des études de rentabilité et rarement par des analyses de survie. Pourtant le critère de longévité sur les marchés boursiers est par excellence, le meilleur indicateur de performance notamment pour les petites et moyennes entreprises.

### > Méthodologie

Les analyses de survie menées dans cette recherche concernent les entreprises technologiques fortement dotées en immatériels et dépendantes d'équipes innovantes. Elles visent à estimer les probabilités de maintien de ces entreprises en bourse après leur introduction sur les marchés financiers.

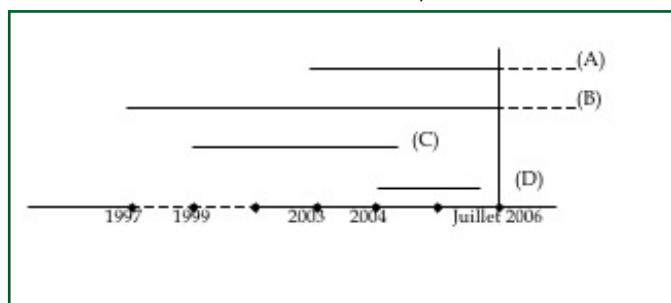
Les méthodologies classiques (notamment les régressions logistiques) ont été écartées. Ces dernières ne font qu'estimer les probabilités de survie des entreprises à partir de leur état à un instant donné. Elles ne prennent pas en compte les durées de vie des entreprises sur les marchés financiers [1] : ainsi, les sorties de marché, d'une entreprise introduite depuis 8 ans et d'une entreprise introduite depuis 2 ans, sont traitées de la même manière dans les régressions.

La méthodologie retenue appréhende de manière dynamique le passage de l'état de « survie » à l'état de « non survie ». Les modèles estimés prennent en compte les durées de vie des entreprises ayant subi l'événement (entreprises délistées du marché) et les durées de vie des entreprises qui

### > Figure 1 : exemples de durée de vie

—— : Durée de vie

----- : Durée de vie au delà de la période d'étude



- (A) Observation censurée : entreprise introduite en 2003, toujours en vie à la date de point.
- (B) Observation censurée : entreprise introduite en 1997, toujours en vie à la date de point.
- (C) Observation non censurée : entreprise introduite en 1999 et délistée en 2004.
- (D) Observation non censurée : entreprise introduite en 2004 et délistée en 2006.

ne l'ont pas subi. Les modèles de Kaplan Meier (1958) et de Cox (1972) permettent respectivement de tester l'effet d'une variable binaire et de plusieurs paramètres sur les probabilités et durées de survie.<sup>107</sup> entreprises technologiques introduites en bourse entre 1996 et 2004 ont été étudiées. Puis, pour l'ensemble de ces entreprises, leur état sur les marchés financiers a été constaté au 31 juillet 2006 (Figure 1). L'absence de la cote d'une partie de ces entreprises entraîne automatiquement une recherche des raisons de sortie du marché. Seules les entreprises qui ont quitté la cote pour des raisons négatives sont considérées comme « délistées » [2]. Celles qui sont transférées d'un marché à un autre de plus grande importance ou celles qui ont fusionné et sont restées cotées sous leur nom (ou sous un autre) ne sont pas considérées comme « délistées ».

Ces entreprises ont été ensuite notées en fonction de la qualité de leur capital immatériel au moment de l'introduction en bourse. Cette notation utilise un indicateur métrique développé avec des analystes financiers et des gérants de portefeuilles.

Des entretiens ont été menés avec ces experts du marché financier pour identifier les informations en capital immatériel les plus pertinentes à leurs yeux. Une cartographie de ces informations (19 au total classées dans 6 catégories de capital immatériel) a été dressée et a permis la définition d'un indicateur pondéré reflétant la qualité du capital immatériel des entreprises (Tableau 1).

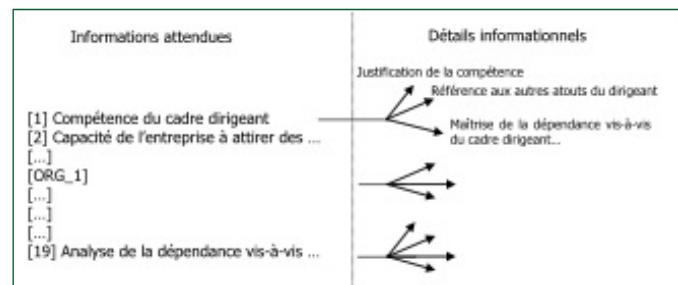
Chacune des informations retenues est notée en fonction de critères précis considérés comme garant de la qualité de l'information (Figure 2) et également en fonction du poids de l'information dans l'indicateur global (pondération estimée à travers des questionnaires adressés aux marchés financiers).

### > Résultats

#### • Le modèle de Kaplan Meier

Le modèle de Kaplan Meier permet de tester l'impact d'une variable binaire (0/1) sur les probabilités de survie. Il nécessite ainsi la subdivision des entreprises en sous échantillons en fonction de la qualité de leur capi-

### > Figure 2 : appréciation des informations composant l'indicateur de qualité



[1] Sur les anciens nouveau et second marchés qui ont disparus en 2005.

[2] Les raisons négatives prises en compte dans l'étude sont le passage d'un marché à un autre de moindre importance (transfert vers le marché libre par exemple) ou la sortie du marché.

tal immatériel. Un travail supplémentaire a donc été fait avec les experts du marché financier pour estimer le seuil d'appréciation de la qualité du capital immatériel (Figure 3)

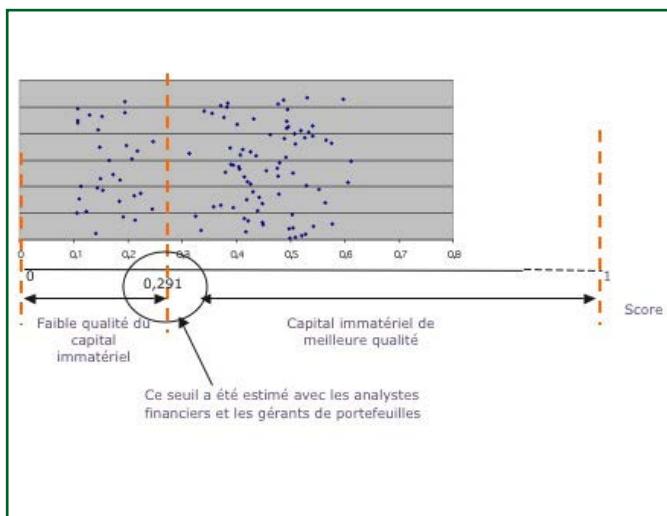
L'analyse des données montre que la probabilité de survie des entreprises de l'échantillon décroît avec le temps et que cette décroissance est d'autant plus rapide que le capital immatériel des entreprises est de faible qualité (Figure 4).

>Tableau 1

## Composantes de l'indicateur de la qualité du capital immatériel

Catégories d'information	Informations
Direction et encadrement de l'entreprise	[1] Compétence du cadre dirigeant [2] Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents [3] Composition et fonctionnement du conseil d'administration [4] Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires
Ressources humaines	[5] Productivité des ressources humaines [6] Stabilité des compétences dans l'entreprise
Innovation	[7] Investissements en R&D [8] Efficacité de la R&D [9] Position dominante en recherche [10] Valorisation des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise
Organisation de l'entreprise	Informations publiées laissées à la liberté de l'entreprise. L'entreprise doit justifier de la qualité, de l'efficacité et de la pérennité de son organisation
La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence	[11] Position concurrentielle dominante [12] Appréciation de la qualité de la concurrence [13] Bénéfices tirés des partenariats et alliances [14] Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise [15] Analyse du risque technologique
Capital client	[16] Part de marché de l'entreprise [17] Appréciation de la rentabilité des clients [18] Fidélisation et satisfaction du capital client [19] Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients

> Figure 3 : seuil d'appréciation de la qualité du capital immatériel



Les probabilités de survie restent élevées les trois premières années d'existence des entreprises en bourse (qu'elles soient caractérisées par un capital immatériel de qualité ou non). Durant cette période, la tenue des marchés est assurée par les introduceurs teneurs de marchés (pour les entreprises cotées au Nouveau Marché) et les sociétés de bourse (pour les entreprises cotées sur le Second Marché). Ces acteurs cotent en permanence le titre et se portent contrepartie face à tout acheteur ou vendeur qui se présente pendant les trois premières années de vie de l'entreprise en bourse. On peut alors penser que certaines entreprises ont été maintenues artificiellement à la cote pendant cette période.

Cette explication peut être plausible dans la mesure où les probabilités de survie baissent d'une manière brutale (au delà de cette période) chez les entreprises à faible capital immatériel. En effet la probabilité de survie est de 86,67 % au 46ième mois pour ces entreprises (contre 94.70 % pour les entreprises présentant un capital immatériel de qualité) et de 66,5 % au-delà du 85ième mois de cotation (contre 83.26 % pour les entreprises présentant un capital immatériel de qualité).

### • Modèle de Cox

Le modèle développé plus haut (modèle de Kaplan Meier) ne fournit qu'une analyse descriptive des probabilités de survie sans faire intervenir de paramètres pouvant influer sur ces probabilités. L'apparition de l'événement (entreprise délistée du marché) peut également dépendre d'autres variables tel que l'âge de l'entreprise, la période d'introduction, l'activité sur les marchés... Le modèle de Cox pallie à ce handicap en permettant d'évaluer l'effet d'un ensemble de facteurs sur la durée de vie.

Les résultats des régressions confirment l'impact positif de la qualité du capital immatériel sur la longévité des entreprises introduites en bourse. Ils montrent par ailleurs un impact négatif de la bulle internet : les entreprises qui se sont introduites en bourse pendant la bulle internet semblent avoir moins de chances de survie que celles qui se sont introduites à d'autres périodes. Le modèle de Cox fait également ressortir une relation entre la taille d'une entreprise et la probabilité qu'elle soit délistée du marché. Les entreprises de grande taille semblent avoir plus de chances de survie que les entreprises de petite taille.

**Yosra BEJAR**  
Maître de Conférences/Institut Telecom  
TELECOM & Management Sud Paris / Laboratoire CEMANTIC  
yosra.bejar@it-sudparis.eu

> Figure 4 : Probabilité de survie des entreprises technologiques en fonction de la qualité de leur capital immatériel (de Kaplan Meier)

