

## Evaluation

### **FA** Le XXI<sup>e</sup> siècle attend de nouveaux critères économiques

**Encore peu mis en pratique, le capital immatériel consiste à expertiser le plan de développement d'une entreprise dans le but d'évaluer au mieux sa solidité. Cette démarche ouvre la voie à une analyse financière d'un nouveau type et se présente comme une solution d'avenir.**

La valeur réelle d'une entreprise ne se lit pas dans son bilan. L'écart entre la valeur de transaction et la valeur nette comptable, le *goodwill*, est calculé selon des méthodes financières, qui, bien que très performantes, présentent des limites sévères (celles-ci contribuent d'ailleurs à la panique boursière actuelle). En effet, que l'évaluation soit basée sur l'actualisation des *cash flow* à venir ou sur les flux d'EVA futurs (Economic Value Added), le calcul s'avère hasardeux, et cela pour une raison toute simple : aucune de ces méthodes ne permet de savoir si le *business plan* est crédible, si le prévisionnel sera réalisé... d'où l'usage de coefficients de risques plus ou moins pertinents qui amputent parfois fortement les valorisations brutes.

#### **Identifier les fondamentaux**

L'approche capital immatériel, au contraire, s'attache particulièrement à expertiser le plan de développement de l'entreprise afin d'apprécier sa solidité avec le plus d'acuité possible. Ces investigations ne consistent pas à se projeter plus ou moins astucieusement dans l'avenir mais à identifier, dans les fondamentaux opérationnels de l'entreprise au présent, tous les éléments précurseurs de sa prospérité et de sa pérennité.

Ainsi le capital immatériel s'illustre par deux équations :

- La valeur de l'entreprise est la somme du capital financier et du capital immatériel.
- Le capital immatériel est fonction de trois variables : le capital client, le capital humain et le capital structurel (le poids de chacun de ces items varie d'un secteur à l'autre).
  - Le capital client s'apprécie en étudiant la fidélité de la clientèle, la valeur actuelle des clients (rentabilité sur la durée moyenne de la relation d'affaires), la capacité à gagner de nouveaux comptes...
  - Le capital humain est basé sur des données telles que le niveau moyen d'étude des collabora-

teurs, leur motivation, leur fidélité, le budget formation...

- Le capital structurel s'évalue quant à lui en fonction des brevets, des marques, des savoir-faire rédigés, de la qualité du système d'information...

Non seulement cette démarche constitue un complément essentiel aux approches traditionnelles telles que l'EVA, mais elle ouvre aussi la voie à une analyse financière d'un nouveau type. Ainsi, par exemple, dans le cas d'une société de prestations intellectuelles, si le capital structurel est faible et le capital humain élevé, cela signifie que l'entreprise ne dispose pas d'un système de gestion et de partage de la connaissance suffisamment élaboré. Une telle entité ne vaut que par ses collaborateurs, et le risque de fuite des cerveaux la rend très vulnérable. A l'opposé, si le capital structurel est élevé et le capital humain faible, on peut prédire que, grâce à la qualité de ses produits et de son organisation, l'entreprise est très bien placée pour réussir à court terme, mais qu'elle n'a pas recruté les hommes pour innover et assurer sa pérennité à long terme.

#### **Bon sens et finance**

La prise en compte du capital immatériel présente l'énorme avantage de réconcilier le bon sens et la finance : si l'entreprise forme ses collaborateurs et investit en R & D (avec pertinence bien sûr), le bon sens indique qu'elle accroît sa valeur, mais une analyse financière de premier niveau apporte la réponse inverse (baisse de la rentabilité, baisse de l'EVA...). Certes, les analystes financiers se livrent à des retraitements plus ou moins normalisés, mais, lorsque le dossier est complexe, les conclusions demeurent souvent erronées. Cela explique que patrons et analystes soient fréquemment en désaccord sur la valorisation des entreprises ou sur leur stratégie. Dans l'état actuel des choses, l'approche capital immatériel est trop récente pour qu'un modèle universel et qu'un référentiel partagé soient disponibles. Un énorme

travail de recherche est à conduire pour que tel soit le cas. Ce nouveau concept financier doit donc être combiné aux méthodes traditionnelles afin de produire des évaluation plus justes.

Pour l'avenir, nous pouvons nous attendre à un essor très important du capital immatériel. Pour deux raisons principales.

D'abord, parce que le marché est fou et que tout le monde y perd. La volatilité est devenue telle qu'investisseurs et émetteurs sont totalement désorientés, déprimés même. La priorité, au niveau mondial, ne serait-elle pas de retrouver le chemin des fondamentaux pour évaluer les entreprises? Et, dès lors, ne devons-nous pas nous doter de nouveaux outils pour cela? Le capital immatériel est à notre disposition et ne demande qu'à être développé. A l'heure où le Conseil des marchés financiers s'interroge sur les moyens de réduire la volatilité des marchés, on pourrait lui suggérer un programme de recherche dans ce sens.

Ensuite, parce qu'il est temps que l'économie se réconcilie avec le progrès collectif. N'y a-t-il pas matière à regrets, indignation, voire révolte, à constater que l'économie se passionne uniquement pour elle-même alors que son but devrait être l'amélioration des conditions de vie des hommes? Le capital immatériel se base sur l'évaluation de la richesse non financière des entreprises, des actifs « cachés » qui n'apparaissent pas au bilan : valeur des individus, fidélité des clients... Sa prise en compte grandissante limitera les comportements regrettables comme les licenciements destinés à dégager plus de marge à court terme. L'économie se rapprochera ainsi plus souvent de la vocation première !

## Un cri d'alerte

Nous vivons en ce moment, malgré la morosité ambiante, un phénomène de mode un peu agaçant qu'on appelle développement durable. Il y a derrière cette médiatisation excessive un mouvement plus profond comportant un volet de protection de l'environnement ainsi qu'un volet économique et social. L'engouement du plus grand nombre pour ce concept s'émoussera bientôt. Mais la dynamique de fond est bien plus pérenne car il y va de notre survie à terme. Le développement durable n'est ni un caprice de riche, ni un concept *new age*,

ni une trouvaille astucieuse de syndicalistes ou d'écologistes. C'est un cri d'alerte : « *Arrêtons de scier la branche sur laquelle nous sommes assis!* » Les désordres climatiques liés à l'effet de serre, les risques de cancers dus à la raréfaction de l'ozone en haute atmosphère, les désordres et violences géopolitiques dont le terreau est souvent la misère (1,5 milliard de pauvres, 1 milliard de sans-abris, 900 millions d'illettrés...). sont autant de menaces pour les pays riches que de fléaux pour les pays pauvres. Il n'y aura de salut que collectif. Le capital immatériel constitue un outil financier aligné sur le concept de développement durable. Il permettra dans le futur une nouvelle appréciation de la valeur plus équilibrée, moins fluctuante et plus humaine. Il ne remet en cause ni le capitalisme, ni le concept de profit. La première pollution, c'est la pauvreté, disait Gandhi : sans création de valeur pas de développement, et sans développement pas de développement durable. Mais n'y a-t-il pas ici pour le capitalisme une opportunité de maturation, de bonification et d'autorégulation? Des grands noms de l'économie James Tobin (prix Nobel), Steve Wallman..., un grand cabinet d'audit comme Mazars s'engagent en faveur du développement et de l'usage du capital immatériel. Ces leaders nous éclairent, nous montrent la voie. Le jour où actionnaires, dirigeants et analystes s'accorderont pour dire que la richesse d'une entreprise, sa capacité de prospérer se lisent certes dans ses résultats trimestriels mais aussi dans la qualité de ses hommes, la fidélité de ses clients et la pertinence de ses savoir faire, nous observerons des cours de bourse plus stables et plus de sérénité pour tous.

Qui suscitera en France une véritable émergence de ce concept? La COB, une société de Bourse, une banque, un cabinet d'audit, une grande école, l'Etat? Nous sommes pour l'heure dans la phase de gestation dont nul ne peut prédire la durée. Nombre d'entre nous ont cru, il y a deux ans, à une nouvelle économie très technologique, haute en couleurs, souvent à la limite du loufoque et que la dure réalité n'a pas tardé à rattraper. Mais la vraie nouvelle économie serait plutôt à rechercher dans l'approche capital immatériel. ■

*Alan Fustec,  
Consultant indépendant  
en stratégie et management éthique*