



**ACTIFS INTELLECTUELS ET CRÉATION DE VALEUR :  
CONSÉQUENCES POUR LA COMMUNICATION D'INFORMATIONS  
PAR LES ENTREPRISES**

10 décembre 2006

Ce document a été préparé par la division des affaires d'entreprise au sein de la direction des affaires financières et d'entreprise (DAF) sous l'autorité du Groupe de Réflexion sur le Gouvernement d'Entreprise. Ce rapport a été préparé par Mme. Annabel Bismuth en coopération avec Mr. Grant Kirkpatrick.

## TABLE DES MATIÈRES

I.	INTRODUCTION .....	3
II.	NATURE ET AMPLEUR DE LA QUESTION.....	5
III.	LA CLASSIFICATION DES ACTIFS INTELLECTUELS.....	9
IV.	LIGNES DIRECTRICES, RECOMMANDATIONS ET PRATIQUES DE COMMUNICATION D'INFORMATIONS NON FINANCIÈRES .....	15
V.	RENFORCEMENT DE LA COMMUNICATION D'INFORMATIONS ET MARCHES FINANCIERS.....	25
VI.	CAPACITES DE GESTION DES RISQUES ET PROBLEMES DE CONTROLE INTERNE.....	31
VII.	COMMUNICATION D'INFORMATIONS SUR LES ACTIFS INTELLECTUELS AUX SOCIETES DE CAPITAL-RISQUE.....	35
VIII.	CONCLUSIONS .....	45
	BIBLIOGRAPHIE.....	49

### Tableaux

Tableau 1	Exemples de taxonomies des actifs intellectuels.....	12
Tableau 2	Quelques modèles et lignes directrices en matière de communication d'informations non financières.....	18

### Graphiques

Graphique 1.	Part des investissements dans des actifs corporels et immatériels aux États-Unis.....	5
Graphique 2.	Part des entreprises innovantes engagées dans différentes activités d'innovation.....	10

### Encadrés

Encadré 1.	Exemples de cadres de contrôle interne.....	33
Encadré 2.	Contribution des entreprises adossées à du capital-risque à la croissance et à l'innovation.....	36
Encadré 3.	Les options de désengagement des sociétés de capital-risque ne passent généralement pas par l'introduction en Bourse .....	42

## I. INTRODUCTION

1. Les entreprises qui utilisent abondamment les actifs intellectuels sont devenues le symbole de l'économie moderne. Leur importance grandissante pour la croissance et la compétitivité pose néanmoins des problèmes vis-à-vis des obligations de communication financière et du gouvernement d'entreprise. Depuis que la réussite de ces entreprises revêt une importance déterminante pour le renouveau du socle industriel d'un pays, ces problèmes sont loin d'être anodins. Malgré une controverse de longue date, les normes comptables et les états financiers correspondants semblent intrinsèquement incapables de prendre en compte les actifs intellectuels. Comme les investisseurs ne peuvent plus s'en remettre aux états financiers pour avoir une image complète d'une société, ils se heurtent à de nouveaux problèmes d'évaluation, ce qui touche à la façon dont ils prennent leurs décisions d'investissement. Les entreprises elles-mêmes et plus particulièrement leur conseil d'administration connaissent également des problèmes dans ce domaine. La gestion, l'évaluation et la communication d'information sur les actifs intellectuels sont aussi intimement liées aux questions essentielles du gouvernement d'entreprise, comme le suivi par le conseil d'administration des cadres dirigeants et de leur stratégie, la communication d'information et la responsabilité à l'égard des actionnaires, la surveillance du contrôle interne et de la politique de risque.

2. Le principe fondamental de ce rapport est le suivant : la diffusion sur le marché d'une quantité suffisante et substantielle d'informations non financières sur les actifs intellectuels permet d'améliorer l'exercice des droits de propriété et de discipliner les dirigeants et administrateurs, avec les répercussions économiques positives que cela implique. Les aspects fondamentaux d'une communication d'informations renforcée vont de pair avec : (i) l'utilisation de taxonomies pertinentes des actifs intellectuels pour les dirigeants comme pour les investisseurs ; (ii) la gestion des actifs intellectuels pour améliorer les décisions d'affectation des ressources et gérer les risques ; (iii) la mesure des actifs intellectuels avec des outils de mesure non financière afin de mieux indiquer leur contribution à la création de valeur et à l'exécution de la stratégie ; (iv) la communication d'informations sur les actifs intellectuels et les déterminants de leur valeur afin d'améliorer la validité, la précision, la pertinence, l'exhaustivité et l'objectivité des informations non financières et de favoriser les comparaisons entre les organisations, les secteurs et dans le temps.

3. Le présent rapport commence par décrire l'importance croissante des actifs intellectuels et la nécessité correspondante d'informer convenablement les marchés. Le souci d'améliorer l'information a suscité l'élaboration d'un certain nombre de taxonomies ou de classifications analytiques de ces actifs sur lesquelles on reviendra dans la section III. Le rapport relève que les états financiers ne donnent guère la possibilité de prendre en compte les actifs intellectuels et que étant donné la nécessité de rendre aussi compte des facteurs susceptibles de les rendre précieux, la meilleure façon de les traiter consiste à recourir à un rapport d'activités. C'est la raison pour laquelle on examinera dans la section IV les façons dont on pourrait améliorer l'utilisation des rapports d'activités pour couvrir les actifs intellectuels avant de faire le bilan d'un certain nombre de lignes directrices spécifiques concernant la communication d'informations sur les actifs intellectuels. Les premières expériences de leur utilisation et les réactions des marchés de capitaux seront évoquées dans la section V. La convergence avec les normes actuelles en matière de contrôle interne et de gestion des risques sera traitée dans la section VI. Certaines sociétés non cotées ont exploité particulièrement activement les actifs intellectuels, et les lignes directrices sur la communication d'informations dans ce domaine s'adressent souvent à ces entreprises. La section VII s'attachera aux sociétés non cotées qui sont financées par le capital-risque et examinera l'équivalent des « obligations d'informations » applicables aux sociétés cotées, à savoir la nécessité de fournir des informations aux investisseurs pour obtenir des financements ou d'autres formes de soutien de leur part. Enfin, les conclusions du rapport seront présentées dans la section VIII.

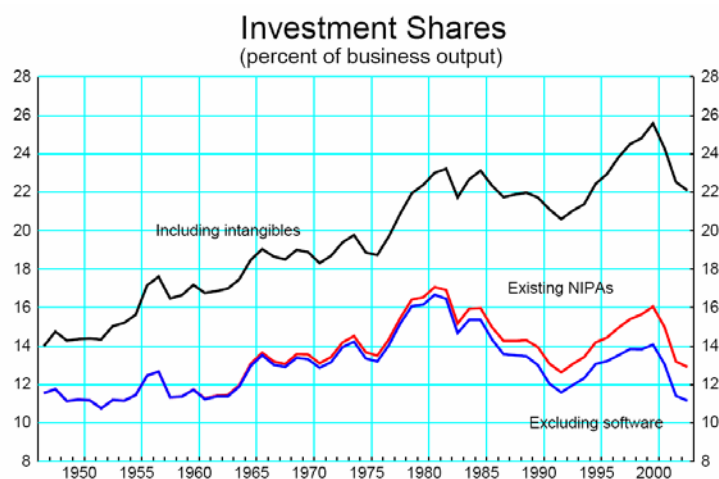


## II. NATURE ET AMPLEUR DE LA QUESTION

### *Les actifs intellectuels gagnent en importance*

4. Aujourd'hui, les facteurs de production les plus importants des pays développés sont invisibles. Également appelés actifs intellectuels ou actifs incorporels — marque, réputation, marques commerciales, logiciels, recherche-développement, brevets, compétences du personnel, stratégie, qualité des processus, relations avec les fournisseurs et les clients, etc.- la part de ces actifs immatériels contribuant à la compétitivité des entreprises s'accroît rapidement. On prend de plus en plus conscience que les réserves d'actifs immatériels d'une entreprise lui permettent pour une part déterminante de bénéficier d'un avantage compétitif durable. L'impact est également important au niveau macroéconomique : selon une étude, les investissements dans les actifs immatériels auraient représenté 10 % du PIB à la fin des années 90 si on les considérait comme des dépenses en capital fixe, soit une part pratiquement égale à celle des investissements dans les actifs corporels (Corrado, Hulten et Sichel, 2005) (Graphique 1).

**Graphique 1. Part des investissements dans des actifs corporels et immatériels aux États-Unis<sup>a</sup>**



a) « NIPA existants » désigne la part des investissements actuellement inclus dans le système de comptabilité nationale en vigueur aux États-Unis (National Income and Product Accounts), qui comprend les investissements dans des équipements et structures durables et dans les logiciels.

b) *Légende :*  
 Parts des investissements (en % de la production économique)  
 Dont actifs immatériels  
 NIPA existants  
 Hors logiciels

Source: Corrado, Hulten and Sichel (2005)

5. Parallèlement, la comptabilité traditionnelle a, par nécessité, privilégié les actifs corporels. Traditionnellement, les seuls actifs immatériels reconnus dans les états financiers étaient la propriété intellectuelle, comme les brevets et les marques commerciales, lorsque leur valeur sur le marché a été déterminée par une transaction, ainsi que les éléments acquis comme la survaleur. Même s'il est sans doute

possible de faire évoluer les normes comptables pour prendre en compte un nombre élargi d'actifs immatériels, nous sommes confrontés aux limites évidentes liées à la difficulté de fixer des valeurs monétaires (valorisations) qui soient à la fois cohérentes pour toutes les entreprises, vérifiables et difficilement manipulables<sup>1</sup>. En conséquence, une part substantielle des actifs des entreprises n'est déclarée que partiellement dans les états financiers. Du fait de l'absence relative de reconnaissance comptable des actifs immatériels et de leur importance croissante dans le processus de création de valeur, les états financiers ont perdu une partie de leur valeur aux yeux des actionnaires. Si d'autres informations ne viennent combler ce vide, on pourrait assister à une mauvaise affectation des ressources sur les marchés financiers.

6. Selon des études empiriques, le marché financier semble sous-estimer les actifs immatériels. Une étude a ainsi considéré la R-D comme une immobilisation amortie sur une durée donnée et, après prise en compte des risques, elle a examiné l'évolution réelle du cours des actions d'entreprises présentant les plus fortes intensités de R-D. Selon ses conclusions, de 1983 à 2000, le marché financier américain a pendant longtemps systématiquement sous-valorisé ce type d'entreprises, ce qui s'est traduit par une augmentation de leur coût du capital<sup>2</sup>. Cela ne veut pas dire que les investisseurs ne tenaient pas compte de cet actif immatériel mais plutôt qu'ils mettaient également longtemps à reconnaître la valeur globale des investissements en R-D et ils avaient d'ailleurs une perception qui s'est avérée excessive des risques entourant ces investissements. Les entreprises elles-mêmes sont souvent dépourvues d'informations sur la rentabilité des investissements dans certains actifs immatériels. En outre, compte tenu de la difficulté à gérer ce qui n'est pas mesuré, les actifs les plus utiles à la création de valeur dans l'économie actuelle ne sont sans doute pas gérés aussi bien qu'ils le pourraient. Cela pourrait se traduire par une affectation improductive des ressources, une orientation erronée des stratégies d'investissement et une sous-valorisation, un accroissement du coût du capital.

- 
1. Les normes comptables concernant les actifs intellectuels correspondent à la norme IAS 38. Par exemple, les normes IFRS imposent désormais l'incorporation au capital de certaines charges de développement de produits et leur amortissement sur la durée de vie des produits. Bien entendu, les compétences et la réputation acquises à l'occasion de telles charges peuvent rester en place au terme de l'amortissement.
  2. Lev, B., D. Nissim et J. Thomas (2005), "On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization", *Working Paper, Columbia University*. Hall et Oriani (2004) Selon l'étude de Hall et d'Oriani, la capitalisation boursière des entreprises dans plusieurs pays augmente grâce à la R-D mais on constate une certaine décote (« l'élasticité est inférieure à l'unité »), de telle manière que soit les entreprises surinvestissent, soit les investisseurs estiment de façon trop prudente ses bénéfices potentiels. Ils observent en outre que les aspects relatifs au gouvernement d'entreprise contribuent à expliquer la décote en Italie. B. Hall et R. Oriani, "Does the market value R&D investment by firms in France, Germany and Italy", NBER Working Paper, 10408, 2004.

***Mais ils nécessitent des facteurs complémentaires pour créer de la valeur***

7. À eux seuls, les actifs intellectuels ne créent pas de valeur et ne génèrent pas de croissance. Il faut les conjuguer à d'autres facteurs de production. Par exemple, l'investissement dans la formation ne génère de valeur que lorsqu'il est combiné à d'autres facteurs comme l'amélioration des procédés opérationnels et l'existence de systèmes d'information appropriés (Lev et Daum, 2004)<sup>3</sup>. Des études empiriques sur le secteur des biotechnologies<sup>4</sup> indiquent que l'existence de liens permettant de réunir entre elles les technologies maîtrisées par une entreprise en un tout cohérent est devenu l'un des déterminants de plus en plus important de leur valeur sur le marché. Même si le socle d'actifs intellectuels (stock de brevet et ampleur des efforts de recherche) est important, la façon dont les entreprises combinent leurs technologies est tout aussi précieuse pour les actionnaires (Nesta and Saviotti, 2006).

8. Selon de nombreuses études empiriques, l'utilisation efficace des actifs intellectuels et des technologies dépend de la qualité des équipes dirigeantes. Nombreux sont les exemples d'entreprises qui se sont avérées incapables de faire bénéficier le marché d'une R-D réussie, tout comme les exemples d'autres qui ont prospéré sans beaucoup de R-D, mais grâce au recours méthodique à leur capital humain et à la promotion de l'innovation au sein de leurs organisations (Jaruzelski *et al.*, 2005)<sup>5</sup>. D'autres encore possèdent des actifs intellectuels substantiels mais ne rencontrent pas de succès commercial, tandis que certaines entreprises peuvent être chefs de file aujourd'hui mais risquent de perdre leur avantage compétitif très rapidement avec l'arrivée de concurrents qui tirent les bénéfices à la baisse et exploitent de nouvelles innovations. Une étude démontre que les pratiques des dirigeants, dont la gestion du capital humain et des technologies, la fixation d'objectifs et la communication d'informations sur leurs résultats, varient largement à l'intérieur des pays, entre les pays et au sein des secteurs (Bloom *et al.*, 2005)<sup>6</sup>. D'une façon générale, il existe un grand nombre d'entreprises mal dirigées qui, pour une raison ou pour une autre, ne sont éliminées du marché ou n'adoptent les pratiques exemplaires que lentement, face à des entreprises bien encadrées qui excellent en termes de productivité, de rentabilité et de croissance du chiffre d'affaires.

---

3. Lev, B. et J. Daum (2004), "The dominance of intangible assets: consequences for enterprise management and corporate reporting", *Measuring Business Excellence*, Vol. 8.

4. Le secteur des biotechnologies recouvre trois branches principales, à savoir la pharmacie, la chimie et l'agro-alimentaire (Nesta and Saviotti, 2006).

5. Jaruzelski, B., K. Dehoff et R. Bordia (2005), "The Booze Allen Hamilton Global Innovation 1000: Money isn't everything", *Strategy and Business*, 41, Hiver 2005.

6. Bloom, N., S. Dorgan, J. Dowdy, J. Van Reenen et T. Rippin (2005), "Management Practices Across Firms and Nations", Centre for Economic Performance, London Business School.





### III. LA CLASSIFICATION DES ACTIFS INTELLECTUELS

9. De nombreuses tentatives ont été entreprises pour identifier les différents composants des actifs intellectuels (en d'autres termes pour en élaborer une taxonomie). La pléthore de définitions, classifications et techniques d'évaluation mises au point ces dernières années, témoigne des difficultés conceptuelles, méthodologiques et pratiques rencontrées. Les difficultés méthodologiques surviennent d'emblée puisque le terme « actifs intellectuels » n'est pas généralement accepté et que certains pays utilisent plutôt les termes « capital intellectuel », « actifs incorporels » voire « capital cognitif ». Une tendance répandue consiste à utiliser les termes « actifs immatériels », « capital intellectuel » ou « actifs intellectuels » de manière interchangeable. Certains trouveront des différences entre ces termes, mais ils désignent une même réalité : un actif non physique pouvant présenter un flux d'avantages futurs. Le terme « actifs intellectuels » sera utilisé dans le présent rapport afin d'assurer la symétrie avec les actifs dits « physiques » ou « corporels ».

#### *Le large éventail des actifs intellectuels entretient la confusion quant à leurs limites*

10. Il n'existe pas de définition ni de classification mondialement acceptée des actifs intellectuels. La plupart des définitions semblent s'accorder sur la présence de trois caractéristiques principales : i) ces actifs peuvent être sources d'avantages économiques futurs ; ii) ils ne présentent pas de substance physique ; et iii) dans une certaine mesure, ils peuvent être conservés et commercialisés par une entreprise. Ils comprennent généralement au moins la R-D, les brevets et les marques commerciales. Le champ d'application des actifs intellectuels a évolué ces dernières années, passant d'une délimitation aussi étroite à un concept plus large qui comprend les ressources et capacités humaines, les moyens structurels (bases de données, technologie, habitudes et culture) et le capital « relationnel », qui comprend des concepts et processus structurels, et les réseaux de clients et fournisseurs. Les définitions ont tendance à inclure des attributs économiques plus dynamiques comme la capacité à créer du savoir, les droits d'accès aux technologies, la capacité à exploiter les informations, les procédures et processus d'exploitation, les compétences des équipes dirigeantes pour mettre en œuvre une stratégie, ainsi que la capacité d'innovation. L'élargissement du champ d'application des actifs intellectuels traduit la confusion actuelle entre les actifs intellectuels en soi, tels que brevets, logiciels ou marques commerciales, et les facteurs de création de valeur, comme les compétences des équipes dirigeantes ou la capacité à mettre en œuvre des stratégies, qui permettent de générer de la valeur grâce à la rétention et l'utilisation de ces actifs intellectuels.

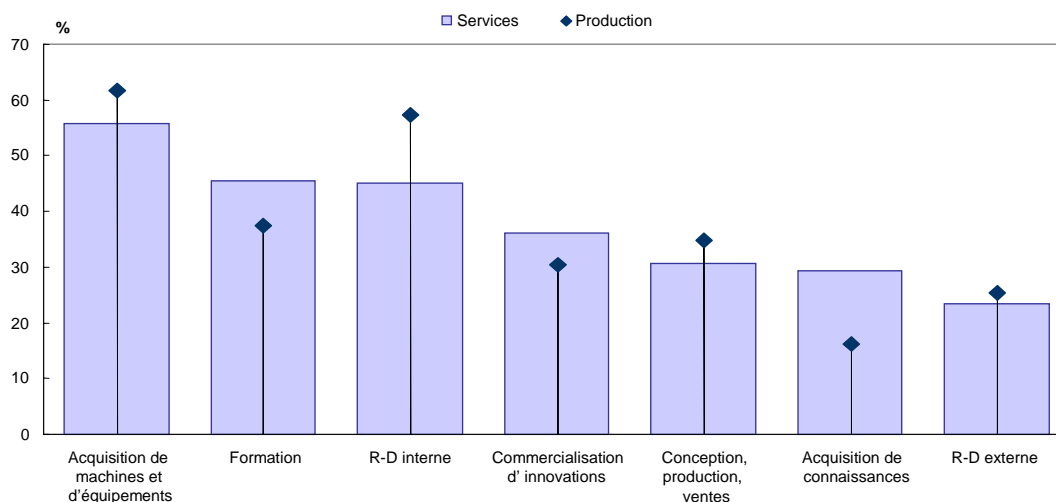
11. Un déterminant essentiel de l'innovation dans l'entreprise et de la création de valeur semble résulter d'autres actifs intellectuels fondamentaux que la R-D. Selon une enquête réalisée par la Confederation of British Industry<sup>7</sup>, « la politique du gouvernement ne soutient pas les activités considérables d'innovation car elle privilégie quasiment exclusivement la R-D et la recherche scientifique et technologique au détriment d'autres domaines d'innovation économique ». Selon une étude de l'OCDE (2004) sur les activités contribuant à l'innovation, ces dernières recouvrent un large éventail d'activités complémentaires, qui vont de la R-D à la formation et à l'acquisition de savoir, en passant par les dépenses liées au lancement d'innovations sur le marché. Le savoir peut être généré en interne ou acquis à l'extérieur, par exemple en achetant des machines et des équipements qui intègrent de la technologie et qui débouchent sur l'introduction ou l'application d'innovations. D'autres types de dépenses d'innovation

---

7. Confederation of British Industry and Qinetiq (2005), *Innovation Survey*

peuvent inclure la formation de la main-d'œuvre aux compétences requises en vue de la mise au point ou du lancement de produits et processus innovants, ou encore l'investissement dans une étude de marché ou une campagne publicitaire dans le cadre du lancement d'un nouveau produit. Les dépenses d'innovation sont généralement estimées de deux à quatre fois le montant des frais de R-D au niveau des entreprises et elles présentent les caractéristiques d'un actif même si elles peuvent se déprécier rapidement. (Graphique 2).

**Graphique 2. Part des entreprises innovantes engagées dans différentes activités d'innovation, 2000 (%)<sup>1</sup>**



1. Ces chiffres sont uniquement fournis à titre indicatif (moyenne simple des parts disponibles du pays).

Source : Science, technologie et industrie : Perspectives de l'OCDE 2004, sur la base de données d'Eurostat, enquête CIS3 2004

12. Bien qu'un certain nombre de classifications des actifs intellectuels aient été élaborées, les catégories proposées par la Commission européenne dans le cadre du projet Meritum (lignes directrices élaborées par des chercheurs d'université européennes) semble être le plus répandu dans les lignes directrices sur le capital intellectuel (en Australie, en Allemagne, au Japon et en Suisse) et dans les publications de chercheurs. Le capital intellectuel est divisé en trois catégories : capital humain, capital relationnel et capital structurel. Le **capital humain** désigne le savoir, les compétences et le savoir-faire que les employés « emmènent avec eux lorsqu'ils quittent les locaux le soir ». Parmi les exemples figurent la capacité d'innovation, la créativité, le savoir-faire, l'expérience professionnelle, la capacité à travailler en équipe, la flexibilité des employés, la tolérance à l'ambiguïté, la motivation, la satisfaction, la capacité d'apprentissage, la fidélité, la formation institutionnelle et les études. Le **capital relationnel** désigne les ressources issues des relations extérieures de l'entreprise avec ses clients, ses fournisseurs et ses partenaires de R-D. Il recouvre également la partie du capital humain et structurel impliquée dans les relations de l'entreprise avec ces parties prenantes. Parmi les exemples figurent l'image, la fidélité des clients, la satisfaction de la clientèle, les liens avec les fournisseurs, la puissance commerciale et la capacité de négociation avec les entités financières. Le **capital structurel** désigne le savoir qui demeure au sein de l'entreprise « une fois que le personnel quitte les locaux le soir ». Il comprend les usages, procédures, systèmes, cultures et bases de données de l'entreprise. Parmi les exemples figurent la flexibilité structurelle, un service de documentation, l'existence d'un centre de savoir, l'utilisation générale des technologies de l'information et les capacités d'apprentissage dans l'entreprise.

***Les schémas de classification peuvent manquer de pertinence du point de vue de la création de valeur pour les investisseurs et les dirigeants d'entreprise***

13. Bien que de tels schémas de classification aient été utilisés par des chercheurs pour la formulation de lignes directrices, ils ne sont sans doute pas aussi pertinents pour les investisseurs et les dirigeants d'entreprise. Quelques rapports d'analyse intitulés « Actifs immatériels », « Capital relationnel », « Capital structurel » ou encore « Capital organisationnel » ont été publiés. Cela ne signifie pas que les investisseurs ne tiennent pas compte des actifs intellectuels dans leurs analyses et décisions d'investissement. Au contraire, ils prennent en compte d'autres catégories plus sommaires d'actifs intellectuels comme le « capital marques », la « réputation », la « gestion des compétences », la « valeur actualisée des investissements futurs » ou les « autorisations de mise sur le marché » au niveau d'une entreprise ou d'un secteur en fonction d'une situation spécifique. Toutefois, les quelques investisseurs qui s'efforcent d'évaluer les actifs intellectuels de façon plus systématique, comme ceux qui sont membres de l'Enhanced Analytics Initiative, tendent désormais à faire l'amalgame entre actifs intellectuels et investissements socialement responsables, créant ainsi une certaine confusion sur les limites des actifs intellectuels. Ce phénomène reflète lui aussi la complexité des intérêts en jeu.

14. La multiplicité actuelle de définitions et taxonomies des actifs intellectuels traduit la diversité des acteurs (par exemple, différents types d'investisseurs, d'organismes comptables, d'universitaires, de spécialistes des politiques scientifiques, de consultants, d'entreprises) et leurs différents intérêts pour le traitement de la question de la gestion, de l'évaluation des actifs intellectuels et de la communication d'informations sur ces actifs. Les dirigeants d'entreprise admettent que des concepts comme la capacité de résistance de l'entreprise, la qualité de sa gestion, y compris ses décisions d'affectation des ressources et les facteurs de risque sont importants, mais ils ne les associent pas spontanément aux actifs intellectuels. L'adoption et la diffusion d'une forme ou une autre de communication d'informations sur les actifs intellectuels va être fortement influencée par l'adoption d'un langage commun entre les dirigeants d'entreprise, les investisseurs et les pouvoirs publics et c'est à cette compréhension mutuelle que le présent rapport s'efforcera de contribuer. Compte tenu du champ d'application large des actifs intellectuels, de leur nature interdépendante, de la confusion entre les actifs et leurs facteurs de création de valeur, et de la tendance récente à intégrer les actifs intellectuels dans le domaine de la communication sur la responsabilité sociale, le présent rapport doit adopter une position claire : il s'efforce de préciser les concepts et problèmes et de répondre aux besoins des dirigeants et des investisseurs importants qui réalisent généralement leur propres analyses ou ont recours aux services des analystes des investisseurs institutionnels. Toutefois, il serait prématuré de proposer une nouvelle classification dans ce rapport.

**Tableau 1. Exemples de taxonomies des actifs intellectuels**

<p><b>Programme technologie/économie de l'OCDE (1992)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les investissements immatériels en technologie, par ex. la R-D, la conception, l'ingénierie de développement, les activités d'exploration et de recherche, l'acquisition de technologie et la délivrance de licences d'exploitation de technologie.</li> <li>• La facilitation des investissements immatériels, par ex. les ressources humaines, l'organisation et les structures d'information.</li> <li>• Les investissements immatériels sur les marchés, par ex. les études de marché, le développement de marché avec les marques, l'organisation du marché avec l'amélioration de l'information pour les clients.</li> <li>• Les investissements dans les logiciels, par ex. les processus de fabrication contrôlés par ordinateur, le contrôle de la qualité, les tests, le stockage, la manipulation et les systèmes de gestion des services comme les ventes et les livraisons.</li> </ul>
<p><b>Fédération internationale des comptables IFAC (1998)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le capital humain, par ex. le savoir-faire, les études, la qualification professionnelle, les connaissances professionnelles, l'évaluation du travail, les tests psychométriques, les compétences professionnelles, l'élan entrepreneurial, le talent innovateur, les capacités de réaction en amont et en aval, l'adaptabilité.</li> <li>• Le capital relationnel, par ex. les marques, la clientèle, la fidélité des clients, les noms d'entreprise, les carnets de commandes, les canaux de distribution, les partenariats commerciaux, les contrats de licence, les contrats opportuns, les accords de franchise.</li> <li>• <b>Le capital organisationnel, dont :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ La propriété intellectuelle, par ex. les brevets, les droits d'auteur, les droits liés aux dessins et modèles, les secrets commerciaux, les marques commerciales, les marques de service.</li> <li>➤ Les actifs d'infrastructure, par ex. la philosophie de l'équipe dirigeante, la culture de l'entreprise, les processus de gestion, les systèmes d'information, les systèmes d'exploitation de réseaux de contacts, les relations financières.</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>The Brookings Institution Task Force on Understanding Intangibles (2001)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Des actifs qui peuvent être détenus et vendus</b>, par exemple, la propriété intellectuelle, les contrats, les conventions commerciales, les licences et droits de franchise, contingents et allocations de ressources, contrats d'emploi</li> <li>• Les actifs qui peuvent être contrôlés mais non scindés et vendus, par ex. les secrets commerciaux, la R-D en cours de développement, les procédés d'exploitation.</li> <li>• Les actifs immatériels qui ne sont pas contrôlés intégralement par l'entreprise, par ex. le capital humain, les compétences essentielles, le capital organisationnel, le capital relationnel.</li> </ul>

**Tableau 1. Exemples de taxonomies des actifs intellectuels (suite)**

<p><b>Commission européenne, projet MERITUM (2002)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le capital humain, par ex. la capacité d'innovation, la créativité, le savoir-faire, l'expérience professionnelle, la capacité à travailler en équipe, la flexibilité des employés, la tolérance à l'ambiguïté, la motivation, la satisfaction, la capacité d'apprentissage, la fidélité, la formation institutionnelle, les études.</li> <li>• Le capital relationnel, par ex. les ressources liées aux relations extérieures de l'entreprise avec ses clients, ses fournisseurs et ses partenaires de R-D.</li> <li>• Le capital structurel, par ex. le savoir qui demeure au sein de l'entreprise une fois que le personnel quitte les locaux.</li> </ul>
<p><b>Japon, ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie, Rapport d'étape du sous-comité sur la gestion et les actifs intellectuels (2005)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Ressources humaines</b></li> <li>• <b>Actifs organisationnels</b></li> <li>• <b>Actifs structurels connexes</b></li> </ul>



#### **IV. LIGNES DIRECTRICES, RECOMMANDATIONS ET PRATIQUES DE COMMUNICATION D'INFORMATIONS NON FINANCIÈRES**

15. Étant donné les possibilités limitées de rendre compte des actifs intellectuels dans les états financiers, cette section s'efforcera d'évaluer les principales normes et pratiques de communication permettant de donner des informations non financières sur leurs actifs intellectuels sous une forme cohérente et utile. Malgré la grande diversité des lignes directrices et des modèles pris en compte, on peut néanmoins les ranger dans l'une des deux grandes catégories : les rapports d'activités ou informations non financières, et les rapports spécifiques sur les actifs intellectuels. Alors que le premier entend rendre compte de l'ensemble des déterminants des performances d'une organisation du point de vue de la création de valeur, le second s'attache à une définition plus étroite des actifs intellectuels d'une entreprise. Les rapports d'activités peuvent cependant constituer un modèle convenable pour permettre aux sociétés de présenter leurs actifs intellectuels et examiner leurs stratégies de création de valeur et ils peuvent compléter une communication d'informations plus spécifiques.

##### ***A propos des informations non financières et prospectives dans les rapports d'activités***

16. D'une façon générale, les pratiques actuelles de communication des équipes dirigeantes et des entreprises s'attachent avant tout à livrer des informations rétrospectives qui traduisent partiellement leur méthode de conduite des affaires. La plupart des informations financières et indicateurs de performance communiqués ne fournissent qu'un aperçu de l'aptitude passée de l'entreprise à exploiter ses ressources. Elles fournissent relativement peu d'éléments systématiques sur sa capacité à générer des recettes futures. Les investisseurs ont besoin d'avoir une vue d'ensemble de tous les facteurs de création de valeur de l'entreprise pour mieux évaluer son potentiel et sa capacité à enregistrer des résultats viables. Ils peuvent obtenir ces informations auprès de sources du marché et/ou directement dans les documents publiés par l'entreprise. Pour aider les investisseurs à évaluer les stratégies adoptées et leur potentiel de réussite, plusieurs lignes directrices destinées à faciliter une communication d'informations descriptives ont été formulées pour promouvoir la divulgation, entre autres, d'informations significatives, qualitatives et prospectives sur les facteurs de création de valeur de l'entreprise, les tendances, les risques et les incertitudes.

17. La communication d'informations descriptives destinée à compléter et à agrémenter les états financiers n'est pas une tendance récente. Les sociétés cotées entre autres aux États-Unis et au Canada sont habituées à fournir des rapports de gestion et des analyses rédigés par les dirigeants (MD&A - Management's Discussion and Analysis) dans la première partie de leurs rapports annuels. Le champ d'application de ces obligations de communication est relativement vaste. Les entreprises doivent communiquer « à travers les yeux » des dirigeants en fournissant des informations plus descriptives et plus analytiques sur leurs états financiers. Cela implique, sans pour autant l'imposer, que les informations publiées à l'extérieur de l'entreprise soient cohérentes avec les déclarations internes de la direction. Parmi les thèmes récurrents de ces obligations générales figurent : (i) des informations sur le contexte qui permettent de mieux comprendre la situation et les résultats financiers immédiats et futurs de l'entreprise ; (ii) des informations élargies sur des mesures de performance financière et non financière ; (iii) des informations prospectives permettant d'évaluer les performances futures ; (iv) les risques et incertitudes susceptibles d'affecter la valeur de long terme de l'entreprise ; (v) des informations sur les principaux indicateurs de performance auxquels les entreprises ont recours pour gérer leurs activités.

18. Une série de modèles ont été proposés ces dernières années pour inciter les entreprises à faire état d'évolutions intervenues dans le domaine des actifs intellectuels. La première vague de modèles de communication tournait autour du *scorecard* qui permet aux entreprises de communiquer une plus grande variété d'informations liées aux différentes composantes de leur capital intellectuel. Parmi eux, les plus connus sont Skandia Navigator<sup>8</sup>, Balanced Scorecard<sup>9</sup> et Intangible Assets Monitor<sup>10</sup>. La deuxième vague a été caractérisée par la tentative de corréliser le capital intellectuel de manière plus explicite à l'innovation et au processus de création de valeur, par le biais de modèles comme le Value Chain Scoreboard<sup>11</sup>. La troisième vague a porté sur un format d'états plus descriptifs du capital intellectuel. Il a pris naissance au Danemark. En 1997, un groupe pilote d'entreprises danoises a publié des rapports sur le capital intellectuel conformément à une directive proposée par les autorités danoises. Prenant l'exemple sur les projets MERITUM et PRISM à l'échelle de l'Union européenne, d'autres entreprises ont décidé de divulguer davantage d'informations allant au-delà des obligations liées à l'admission à la cote, notamment en Allemagne et en Espagne. Un certain nombre d'entreprises de premier ordre communiquent aussi plus d'informations sur leur capital intellectuel que ce que les obligations de communication d'information leur imposent (Ordonez de Pablos, 2005). Les entreprises européennes ont été les pionniers de la mesure du capital intellectuel et de la communication d'informations dans ce domaine, mais la tendance a désormais gagné le Japon où des lignes directrices en matière de divulgation d'informations sur les actifs intellectuels ont été publiées. Pourtant, malgré la dissémination apparente de ces expériences, la communication d'informations spécifiques sur les actifs immatériels n'est pas très répandue et les entreprises nord-américaines sont moins actives dans ce domaine.

19. L'absence de lignes directrices spécifiques de communication d'information sur les actifs intellectuels en Amérique du Nord, aux États-Unis notamment, ne témoigne pas d'une absence de débat. L'intérêt pour la question de la communication des entreprises et de la comptabilisation des actifs intellectuels a évolué en dents de scie ces dix dernières années. L'intérêt porté par différents organismes américains comme l'AICPA<sup>12</sup>, le CFA Institute<sup>13</sup> et la Brookings Institution<sup>14</sup>, a abouti à la création du Business Reporting Research Project par le FASB en 1998. Le FASB a reconnu que le système comptable américain n'était pas adapté pour faire face à l'importance croissante des actifs intellectuels et a tenté de résoudre en partie la question de la reconnaissance des actifs immatériels en publiant deux normes (SFAS 141 et 142<sup>15</sup>). Le projet concernant la communication d'informations sur les actifs intellectuels<sup>16</sup>, a

---

8. Skandia Annual Report (1994), *Visualising Intellectual Capital*

9. Kaplan, R.S. and D.P. Norton (1992), "The Balanced Scorecard- Measures that drive performance", Harvard Business Review, janvier-février 1992

10. Sveiby, K.E. (1997b), "The intangible assets monitor", Journal of Human Resource Costing and Accounting, Vol. 2 No.1, pp.73-97. Cet outil a été utilisé par l'entreprise suédoise Celemi dans son rapport annuel.

11. Lev, B. (2001), *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*, Brookings Institution Press, Washington, D.C.

12. AICPA (American Institute Certified Public Accountants) Special Committee on Financial Reporting (1994), *The Jenkins Report (Improving Business Reporting: meeting the information needs of investors and creditors)*, AICPA

13. CFA (Chartered Financial Analyst) Institute (2003), *Financial Reporting in the 1990s and beyond*, CFA Institute

14. Blair M. and Wallman S. (2001), *Unseen Wealth: Reporting of the Brookings Task Force on Intangibles*, Brookings Institution Press, Washington D.C.

15. FASB (Financial and Accounting Standards Board), Statement of Financial Accounting Standards N° 141: Business Combinations, juin 2001 et Statement of Financial Accounting Standards N° 142: Goodwill and Other Intangible Assets, juin 2001.



cependant été abandonné et il n'a pas été repris par d'autres organismes américains. De nombreuses raisons ont été avancées pour expliquer la baisse d'intérêt pour la communication d'informations sur les actifs immatériels (éclatement de la bulle Internet, vague de scandales comptables, report de l'intérêt vers d'autres questions). Néanmoins, un facteur revient souvent, celui de l'absence perçue de déficiences du marché américain de nature à justifier d'éventuelles obligations supplémentaires de communication d'informations non financières sur les actifs intellectuels, sans parler de l'élaboration de lignes directrices. En effet, aux États-Unis, la pression active des investisseurs est actuellement faible car on estime que la prise en compte des actifs intellectuels est déjà d'usage chez les investisseurs. Certains demandent et obtiennent des entreprises des informations très détaillés qu'ils intègrent déjà manifestement dans leurs valorisations<sup>17</sup>. Selon eux, les informations/indicateurs contenus dans certains rapports existants sur les actifs intellectuels (comme le nombre de brevets, le nombre de salariés titulaires d'un doctorat, les sommes affectées à la formation, etc.) ne sont pas très utiles pour le calcul des valorisations futures. En revanche, ils souhaitent davantage d'informations normalisées liées directement à un flux de revenus ou de bénéfices. Ce phénomène apparaît clairement dans certains secteurs comme l'industrie pharmaceutique, où de nombreux indicateurs de style des actifs intellectuels sont largement utilisés.

- 
16. FASB, Steering Committee Report (2001), *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*, Business Reporting Research Report
17. Cela peut par exemple aller jusqu'à l'évaluation de la réputation de scientifiques éminents, ce qui s'avère effectivement un bon facteur de prédiction du succès des biotechnologies. M. Darby et al, "Stakes and Stars: the effect of intellectual human capital on the level and variability of high tech firms' market values", NBER Working Paper, 7201, 1999.

**Tableau 2 Quelques modèles et lignes directrices en matière de communication d'informations non financières**

Type	Institution/Pays	Initiative	étendue	application <sup>18</sup>	an	référence
<b>Communication descriptive/non financière</b> (ex. : informations contextuelles sur les principaux facteurs ayant un impact sur les performances de l'entreprise)	<b>Union européenne</b>	public	Toutes les entreprises sauf PME	obligatoire	2003	Business Review- Directive de modernisation (4 et 7 directives)
	<b>Australie</b>	public	Sociétés cotées	obligatoire	2003	Règle d'admission à la cote n°4.10.17 de la Bourse australienne (ASX)
	<b>Canada</b>	public	Sociétés cotées	obligatoire	2003	Management's Discussion and Analysis en vertu du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue, Autorités canadiennes en valeurs mobilières
	<b>Allemagne</b>	public	Toutes les entreprises	obligatoire	2004	Rapports de gestion en vertu de la norme comptable allemande GAS 15, DRSC
	<b>Royaume-Uni</b>	public	Sociétés cotées	volontaire	2005	Operating and Financial Review, ministère du Commerce et de l'Industrie
	<b>États-Unis</b>	public	Sociétés cotées	obligatoire	2003	Management's Discussion and Analysis, Securities and Exchange Commission
	<b>Union européenne</b>	public	Toutes les entreprises	volontaire	2002	Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles, projet MERITUM
	<b>Union européenne</b>	public	PME	volontaire	2006	RICARDIS report, DG Research
	<b>Australie</b>	public	Toutes les entreprises	volontaire	2002	Australian guiding principles on Extended Performance Management, Society for knowledge economics
	<b>Autriche</b>	public	Universités publiques	obligatoire	2002	Loi autrichienne sur les universités, Ministère fédéral de l'Éducation, des Sciences et de la Culture
<b>Communications spécifiques sur les actifs intellectuels</b> (ex. : rapports spéciaux sur les actifs intellectuels)	<b>Danemark</b>	public	Toutes les entreprises	volontaire	2003	États sur le capital intellectuel - Nouvelle lignes directrices, ministère de la Science, de la Technologie et de l'Innovation
	<b>Allemagne</b>	public	SME	volontaire	2004	États sur le capital intellectuel - Made in Germany, ministère fédéral de l'Économie et du Travail
	<b>Japon</b>	public	Toutes les entreprises	volontaire	2005	Lignes directrices de divulgation d'une gestion fondée sur les actifs intellectuels, ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie

18. Année de la dernière version ou de la promulgation

### ***Objectifs généraux, portée et cibles des modèles de communication d'informations non financières***

20. L'analyse comparative des modèles de communication d'informations non financières proposée au Tableau 2 met en évidence plusieurs différences concernant leur champ d'application, les entreprises visées, les utilisateurs et les objectifs. D'une part, les modèles généraux de communication d'informations non financières s'adressant aux sociétés cotées sont souvent obligatoires et ciblent les actionnaires et sont donc considérés comme un outil de communication pour l'entreprise. En conséquence, les principaux avantages attendus sont l'amélioration des performances sur le marché financier, la baisse du coût du capital, la réduction de l'écart entre cours vendeur et acheteur et l'atténuation de la volatilité des cours des actions. D'autre part, les lignes directrices spécifiques de communication d'informations sur les actifs intellectuels visent toutes les organisations, avec une attention particulière pour les petites entreprises innovantes, sont d'application volontaire et ne ciblent pas nécessairement les actionnaires, mais sont plutôt considérées comme un outil de gestion.

21. Par rapport aux modèles généraux dans ce domaine, les informations non financières contenues dans les rapports sur le capital intellectuel visent à : (i) rendre plus visibles les actifs intellectuels et leurs facteurs de création de valeur ; (ii) garantir aux actionnaires que les risques spécifiques liés aux actifs intellectuels sont gérés correctement ; et (iii) informer sur les principaux indicateurs de performance spécifiques aux actifs intellectuels qui révèlent les performances de l'entreprise quant à la façon dont elle a géré ses actifs intellectuels. Certaines entreprises ont recours à cette communication descriptive pour évoquer leurs actifs intellectuels et leur stratégie d'innovation.

22. Le Tableau 2 fait apparaître l'absence de modèle institutionnel permettant d'orienter les évolutions. Des efforts sont actuellement mis en œuvre pour établir un modèle complet de communication d'informations non financières, mais aujourd'hui, il n'y a aucun modèle consensuel. L'absence de convergence des modèles de communication d'informations non financières dresse un obstacle clair à la diffusion de bonnes pratiques de déclaration par les entreprises et à la comparabilité des rapports. Projet lancé en 2004 par le Special Committee on Enhanced Business Reporting de l'AICPA, l'Enhanced Business Reporting Consortium (EBRC) tente actuellement de définir un modèle commun. L'EBRC a diffusé en octobre 2005 un modèle provisoire de communication destiné à promouvoir une transparence accrue en matière de stratégie et de performances des entreprises. L'IASB a aussi lancé une initiative afin de déterminer s'il doit promouvoir un modèle de communication de « type MD&A », appelé Management Commentary (MC). Le document relatif au MC, discuté entre octobre 2005 et avril 2006, fin de la période de consultation, propose la création d'une norme fondée sur des principes et destinée à donner des indications facultatives sur la communication d'informations prospectives et contextuelles aux investisseurs. Autre intervenant, l'International Corporate Governance Network (ICGN) a mis en place en 2004 un « comité de communication d'informations non financières sur les entreprises » afin d'analyser les pratiques exemplaires et de formuler des recommandations.

23. Ces initiatives peuvent être reprises par les pays européens pour renforcer leurs normes de communication en matière de gestion de façon à se conformer au droit des sociétés de l'UE. De fait, depuis avril 2005, sous l'effet des 4<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> Directives de l'UE en matière de droit des sociétés, les entreprises de l'UE (à l'exception des petites entreprises) doivent élargir le champ des rapports de leurs administrateurs à pour inclure une Revue des Activités de l'entreprise (*Business Review*). D'autres pays de l'OCDE ont aussi exprimé leur intérêt pour l'utilisation des modèles de l'EBRC et de MC afin de moderniser leurs rapports de gestion et encourager ainsi un débat sur les principaux risques et incertitudes que connaissent les entreprises et permettre un examen équilibré et complet de leurs performances et de leur évolution sur un an, en s'appuyant sur des grands indicateurs de performances à caractère financier et non financier.

### *L'efficacité des rapports descriptifs dépend des marchés et des segments*

24. Les rapports d'activité n'ont cependant pas toujours été à la hauteur des attentes, en partie parce que les administrateurs et dirigeants cherchaient parfois à minimiser les risques de litige potentiels en limitant le contenu et en évitant de se prononcer sur les risques futurs, tant positifs que négatifs. L'enquête réalisée par Deloitte en 2005<sup>19</sup> sur des sociétés britanniques révèle que l'examen des risques et de la politique de gestion de ces risques n'aborde pas tous les risques auxquels fait face l'entreprise, mais tend à ne s'attacher qu'aux risques de change et de taux d'intérêt. Les entreprises évoquent souvent d'autres éléments dissuasifs comme la nécessité de protéger la confidentialité des informations commerciales, mais les études indiquent que les concurrents sont généralement bien informés par les intervenants sur le marché des produits.

25. La compétitivité et la connaissance des facteurs de création de valeur n'ont pas toujours été des objectifs primordiaux. Désormais, les principaux problèmes auxquels se heurtent ces modèles de communication d'informations non financières sont les suivants : (i) aider les entreprises dans les procédures de rédaction et de communication de rapports à jour, pertinents et comparables de façon à permettre aux apporteurs de capitaux de faire des estimations plus éclairées sur les avantages et les risques futurs inhérents aux opportunités d'investissement ; (ii) ne pas empiéter sur la communication spontanée existante et assurer la cohérence entre tous les rapports existants ; (iii) ne pas surinformer et veiller à l'importance des informations publiées ; enfin (iv) ne pas augmenter les coûts de préparation pour les sociétés cotées dans plusieurs pays.

26. Sous l'effet de la publication de modèles de communication d'informations comme celui de l'EBRC, du modèle MC et des Directives de l'UE sur le droit des sociétés, les sociétés cotées des pays de l'OCDE devraient être plus nombreuses à améliorer leur communication d'informations sur les risques auxquels elles font face et sur la façon dont ils sont gérés. Au Royaume-Uni, de nombreuses sociétés cotées ont produit des rapports d'activités en 2005 pour se conformer par avance à l'obligation d'établir un OFR et il semble peu probable que l'intérêt des entreprises pour cette communication retombe complètement après l'abolition de cette obligation légale en faveur d'un Rapport d'Activités (*Business Review*) plus retreint. Ces entreprises devraient désormais continuer de respecter les lignes directrices facultatives concernant OFR en les considérant comme une occasion d'améliorer le dialogue avec les investisseurs.

27. L'amélioration de la communication d'informations non financières et prospectives sur les facteurs de création de valeur ainsi que sur les principaux risques et incertitudes pour l'entreprise devrait se poursuivre selon deux axes. Premièrement, pour répondre au souci des investisseurs de pouvoir faire des comparaisons au sein des secteurs et pour accroître l'intérêt des rapports d'activités, les initiatives actuelles consistent à s'orienter vers des modèles de communication d'informations sectorielles. De fait, l'EBRC entend compléter son modèle actuel de communication d'informations par des modèles sectoriels. Parmi les cinq secteurs retenus pour ce modèle modifié (pharmacie, pétrole et gaz naturel, télécommunications, banque, informatique), c'est l'industrie pharmaceutique qui donnera lieu aux premiers essais du modèle modifié de l'EBRC grâce à une collaboration avec le projet Pharmafutures. D'autres collaborations avec les milieux du XBRL<sup>20</sup> devraient aboutir à une taxonomie XBRL spécifique pour le secteur

---

19. Deloitte (2005), *Hold the front pages- Surveying OFRs and narrative reporting in annual reports*

20. XBRL veut dire eXtensible Business Reporting Language. C'est un langage de communication électronique des données commerciales et financières. Il consiste à « baliser » chaque élément de donnée au lieu de traiter l'information comme un bloc de texte. Une fois que les données sont réunies entre des balises XBRL, les informations peuvent être partagées entre territoires géographiques ou juridiques et ce, sans obstacles techniques ou linguistiques. Le langage XBRL est destiné à devenir le mode normalisé d'enregistrement, de stockage et de transmission des informations financières et non financières des entreprises.

pharmaceutique avec un codage à la fois des indicateurs descriptifs et des principaux indicateurs de performance. Les modèles sectoriels comprendront quelques paramètres utilisés dans l'ensemble du secteur. Comme les facteurs de création de valeurs varient selon les secteurs, le nombre moyens de principaux indicateurs de performance va lui aussi varier. Par exemple, selon une étude de PWC, il y a 15 à 20 paramètres pour le secteur du pétrole et du gaz naturel.

28. Deuxièmement, des initiatives en cours tendent à encourager les sociétés cotées plus petites à améliorer leurs rapports d'activités pour compenser leur plus faible couverture par les analystes financiers et l'accroissement du coût du capital qui en résulte. Aux États-Unis, la Commission consultative de la SEC pour les petites entreprises est préoccupée par la diminution de la couverture par les analystes des entreprises en général et des petites entreprises en particuliers, dans la mesure où les pressions économiques et réglementaires ont abouti à une réduction spectaculaire des budgets consacrés aux analyses boursières. Selon une étude récente sur les effets du Règlement FD de la SEC, lorsque les petites entreprises n'ont plus été couvertes par les analyses après la promulgation de ce règlement, leur coût du capital a sensiblement augmenté (Gomes *et al.*, 2004). L'absence de couverture par les analystes se répercute sur la valorisation des entreprises, leur liquidité et finalement sur la croissance des sociétés cotées. Moins de la moitié des petites capitalisations sont couvertes, ne fût-ce que par un seul analyste, et la couverture par les analystes de l'univers des micro-capitalisations est pratiquement inexistante : en juin 2005, 1 200 des 3 200 entreprises cotées au NASDAQ ainsi que 35 % de l'ensemble des sociétés cotées n'étaient pas couvertes du tout par les analystes. Selon l'Office des analyses économiques de la SEC, 52 % des entreprises dont la capitalisation boursière se situe entre 125 millions et 750 millions USD et 83 % des entreprises dont la capitalisation est inférieure à 125 millions USD ne sont pas couvertes par les analystes. Comme la couverture d'une entreprise par de multiples analystes réduit ses primes de risques et améliore sa valorisation (Zuckermann, 2000), certains préconisent des mesures de promotion de la diffusion d'études sur les petites entreprises. Cela étant, les entreprises peuvent tout de même améliorer leur situation de leur propre initiative.

29. Les avantages liés à une transparence accrue pour les petites entreprises peu couvertes par les analystes sont démontrés par l'expérience menée par PriceWaterhouseCoopers (PWC) en collaboration avec le groupe de gestion d'actifs Schroders sur l'entreprise danoise Coloplast. L'étude a consisté à présenter à un premier groupe d'analystes le rapport annuel complet et les comptes de Coloplast pour 2001-2002 (identifié dans le rapport Trend Report en tant qu'acteur prépondérant dans la communication d'informations non financières), et, à un deuxième groupe, un document conforme aux obligations de communication financière. Contrairement au rapport complet de la société, ce dernier ne comprenait pas d'outils de mesure complémentaires sur la corrélation entre les performances d'exploitation et les objectifs stratégiques. Le premier groupe s'est montré plus confiant dans ses prévisions et était beaucoup plus porté à émettre une recommandation « à l'achat », alors qu'il avait en réalité valorisé la société à un niveau plus bas que le deuxième groupe.

***Les modèles de communication d'informations sur les actifs intellectuels ont été adoptés par certaines entreprises non cotées***

30. Des sociétés danoises ont été les pionnières de la communication d'informations sur les actifs intellectuels, avec des projets pilotes lancés en 1997, et des entreprises allemandes empruntent désormais la même voie. Le premier projet pilote qui comprenait 14 entreprises en 2004 s'est étendu pour couvrir 70 entreprises allemandes en juin 2006. Les expériences allemande et danoise font apparaître la grande diversité des PME établissant des rapports sur leurs actifs intellectuels du point de vue de leur taille, de leur secteur et de leur cycle de vie. Au Danemark, certaines entreprises appliquent les lignes directrices à la lettre, mais nombre d'entreprises se contentent de s'en inspirer pour les appliquer à leur façon. Comme un même modèle ne convient pas à toutes les situations, le ministère fédéral allemand de l'Économie et du travail a formulé trois lignes directrices différentes en fonction de la taille de l'entreprise (9 à 50 salariés, 50 à 2 000 salariés et plus de 2 000 salariés). Les entreprises japonaises s'orientent également dans cette direction, mais comme les lignes directrices japonaises n'ont été publiées qu'en octobre 2005, seules quelques entreprises ont jusqu'ici publié des rapports sur leurs actifs intellectuels. Elles sont en revanche plus nombreuses (une trentaine) à avoir publié un rapport sur la propriété intellectuelle, à la suite de la Directive de 2004 sur la communication d'informations sur la propriété intellectuelle, mais ces rapports passent pour très techniques, car ils sont centrés sur la propriété intellectuelle et ont été principalement publiés par de grandes sociétés cotées.

31. L'UE cherche à encourager les petites entreprises européennes à communiquer plus d'informations sur leurs actifs intellectuels et s'appuie pour ce faire sur le rapport RICARDIS publié en juin 2006. Avec ce rapport, il s'agit d'aider les pouvoirs publics des pays européens à promouvoir la diffusion et la normalisation des lignes directrices sur la communication d'informations relatives aux actifs intellectuels par les PME à forte intensité de R-D. En s'adressant à ces entreprises, le rapport RICARDIS veut stimuler le financement et l'investissement destiné à la R-D de ces entreprises et de développer l'investissement dans la recherche en Europe. L'adoption d'une communication d'informations sur les actifs intellectuels devrait, espèrent les auteurs, atténuer les difficultés de ces PME à trouver des financements pour leurs projets de recherche et d'innovation. La diffusion de ces lignes directrices est au cœur des préoccupations des autorités, mais les premiers succès du dispositif allemand fondé sur une application facultative des lignes directrices, indique qu'elles peuvent être reprises à leur compte par les entreprises lorsqu'elles y trouvent manifestement des avantages.

32. Bien que les lignes directrices sur la communication d'informations sur les actifs intellectuels puissent s'appliquer à toutes les entreprises, l'expérience actuelle montre que la plupart des entreprises qui ont fait état de leurs actifs intellectuels sous cette forme sont des PME non cotées. Seule une société cotée allemande, sur les 70 entreprises qui ont déjà publié des rapports et seulement deux sociétés cotées japonaises (Allabout Inc. Et Dataplace Co.) en ont publié. Même si d'autres sociétés cotées au Japon devraient transformer leurs rapports sur la propriété intellectuelle en rapports d'activités sur la gestion des actifs intellectuels, le groupe qui réagit le mieux jusqu'ici aux lignes directrices sont les PME. Les principaux avantages dont font état les entreprises non cotées ayant produit de tels rapports ont trait à la gestion interne et à la communication avec les parties prenantes. En Allemagne, au Danemark et au Japon les rapports sur les actifs intellectuels semblent avoir été utilisés à des fins de gestion stratégique et pour attirer des ressources comme des salariés ou des clients. L'expérience des entreprises danoises et allemandes qui ont participé aux projets pilotes met en évidence les principaux avantages suivants de la publication de rapports sur le capital intellectuel : l'amélioration de l'acquisition et de la fidélisation de clients, l'augmentation de la motivation des salariés et la sensibilisation à la stratégie de gestion et aux objectifs de l'entreprise, le perfectionnement du recrutement et de la fidélisation des salariés, l'accroissement de la compétitivité de l'entreprise grâce à une meilleure identification des facteurs de création de valeur, une amélioration de l'efficacité de l'affectation des ressources et de la gestion des

projets. Les rapports sur les actifs intellectuels peuvent aussi servir à regauser la réputation d'une entreprise, comme a pu le constater la société japonaise de biotechnologie, Neochemir Inc.

33. Comme les lignes directrices sur la communication d'informations relatives aux actifs intellectuels ont surtout été adoptées par des PME non cotées, les considérations relatives au marché financier n'ont pas joué un grand rôle dans leur diffusion, ce qui ne veut pas dire que les conditions financières n'aient pas été importantes en la matière. Certaines entreprises ont fait état d'avantages à propos de leurs relations avec leurs créanciers. En Allemagne, une entreprise a ainsi bénéficié d'une réduction du taux de ses emprunts qui lui a permis d'épargner plusieurs centaines de milliers d'euros, ainsi que d'une révision en hausse de sa notation qui l'a portée dans la « catégorie investissement ». Au Japon, une autre entreprise a vu s'améliorer son évaluation pour ses emprunts auprès d'une banque régionale après avoir expliqué la substance de son activité liée à la sécurité informatique dans son rapport de gestion fondée sur les actifs intellectuels en mars 2006. Par ailleurs, les sociétés japonaises qui demandent des financements pour des projets de R&D au NEDO (l'agence de financement de la R&D) doivent maintenant produire des rapports spécifiques sur la gestion des actifs intellectuels. Certes, ce n'est qu'un tout petit échantillon et il est donc difficile d'en tirer des conclusions, mais ces exemples peuvent donner des indications sur les évolutions futures.

34. Les recherches montrent que la communication d'informations sur les actifs intellectuels peut être utile aux petites entreprises cotées. Toutefois, les investisseurs expriment des doutes quant à la pertinence des informations et des principaux indicateurs de performance figurant actuellement dans ces rapports. La pertinence des rapports sur les actifs intellectuels est en effet affectée par celle des principaux indicateurs de performances communiqués. La plupart d'entre eux ne donnent pas d'informations sur les flux de recettes futurs attendus, sur les points forts et les points faibles de l'entreprise et la stratégie adoptée. Les investisseurs voudraient disposer des principaux indicateurs de performance utilisés par les administrateurs et les dirigeants pour suivre l'exécution de la stratégie et mesurer ses résultats, et pour gérer leur entreprise de façon efficace. L'utilité des rapports serait renforcée par la publication de quelques grands indicateurs de performance susceptibles de varier selon les secteurs. La fiabilité des principaux indicateurs de performance doit être mesurée par des moyens de contrôle convenables concernant la collecte des données utilisées pour ces indicateurs, généralement dans le cadre des procédures normales de contrôle interne. Les investisseurs expriment aussi des préoccupations quant à la comparabilité des rapports produits. Premièrement, il n'y a pas une masse critique d'entreprises produisant des rapports sur les actifs intellectuels. Deuxièmement, la préparation et la publication de ces rapports ne se fait pas selon un calendrier régulier, car il s'agit d'un processus coûteux qui demande du temps et ces rapports n'ont pas été mis régulièrement à jour. Enfin, la comparabilité entre organisations est réduite dans la mesure où les entreprises tendent à mettre l'accent sur leurs propres facteurs de création de valeur en matière d'actifs intellectuels.





## V. RENFORCEMENT DE LA COMMUNICATION D'INFORMATIONS ET MARCHES FINANCIERS

35. Comme il a été indiqué plus haut, les lignes directrices officielles concernant la communication d'informations non financières au sujet des actifs intellectuels et de la stratégie de création de valeur sont généralement centrées sur les petites entreprises, en vue notamment d'améliorer la gestion. Il est toutefois noté aussi dans le présent rapport que les intérêts des investisseurs ne sont pas toujours pleinement pris en considération, surtout dans le cas de lignes directrices plus explicites pour la communication d'informations sur les actifs intellectuels. Il serait cependant erroné de considérer les investisseurs et les marchés financiers comme passifs. La présente section examine par conséquent les mesures délibérées prises par les investisseurs en vue d'améliorer la communication d'informations ainsi que l'impact de leurs actions moins visibles (notamment leurs propres analyses et leur propre collecte de données) sur le comportement des marchés financiers.

### *Initiatives des investisseurs visant à encourager la communication d'informations par les entreprises sur leurs actifs intellectuels*

36. La pression imposée par les investisseurs en matière de renforcement de la communication d'informations est encore embryonnaire sur de nombreux marchés, mais elle pourrait devenir un facteur déterminant pour inciter les entreprises à réexaminer ces exigences dans le cas des informations prospectives sur leurs actifs intellectuels et leur stratégie de création de valeur. Les initiatives de groupes d'investisseurs sont venues d'abord d'Europe. Avec l'Enhanced Analytics Initiative (EAI), lancée en 2004, les principaux investisseurs institutionnels européens ont décidé de consacrer 5 % de leurs commissions de courtage à encourager des analyses innovantes sur la façon d'intégrer les données non financières et prospectives dans leur analyse des décisions d'investissement sur le long terme. L'influence de l'EAI s'étend, les investisseurs institutionnels nord-américains s'étant joints aux Européens en 2006 : en juin 2006, 20 fonds provenant de huit marchés sont membres de l'EAI et le montant total des actifs sous gestion s'élève maintenant à quelque 1 000 millions de dollars. L'influence grandissante de l'EAI est aussi reflétée par le nombre croissant d'analystes qui incorporent des questions non financières dans leurs études : en comparaison de l'évaluation de juin 2005, le nombre de rapports recensés en décembre 2005 est passé de 92 à 145 et le nombre d'analyses est passé de 23 à 31. L'EAI procède à une évaluation semestrielle des études que ses membres ont trouvées utiles, selon leurs propres critères. Il y a généralement cinq à dix gagnants et la commission de 5 % est allouée à ce groupe. L'un des principaux résultats de cette initiative réside dans l'intégration plus systématique des aspects extrafinanciers au cœur des études des analystes<sup>21</sup>.

37. L'EAI définit comme facteurs extrafinanciers ceux qui sont susceptibles d'avoir au moins un effet à long terme sur les résultats de l'entreprise mais qui ne font pas partie de la palette habituelle de variables prise en considération dans les décisions d'investissement. La liste des éléments extrafinanciers est donc mise à jour en permanence et certains de ces facteurs, tels que certains aspects du gouvernement d'entreprise (tout récemment, la rémunération des administrateurs), commencent à faire partie de l'analyse

---

21. Par exemple, les analystes d'UBS tiennent désormais compte d'un éventail élargi de questions, telles que la concurrence, l'environnement, les droits de l'homme, la responsabilité du fait des produits, la corruption et le respect de la vie privée.

normale. Alimentée par les investissements dans les sociétés à moyenne et faible capitalisation et par le renchérissement des prix du pétrole, la recherche sur les technologies propres s'est aussi développée au point que les membres de l'EAI peuvent presque, maintenant, la considérer comme courante. Les principales questions traitées aujourd'hui par les analystes sont la gestion du capital intellectuel, la rémunération des administrateurs, les droits de la personne, la l'hygiène et la sécurité professionnelles et les pratiques en matière de capital humain, l'innovation, la recherche et le développement, la satisfaction des consommateurs, le changement climatique, le gouvernement d'entreprise, la santé publique et des consommateurs, le risque de réputation, et les effets environnementaux et sociaux des activités des entreprises. Cependant, les questions relatives au capital humain et intellectuel sont rarement traitées en comparaison des questions environnementales (l'énergie et les services d'utilité publique sont les secteurs les plus étudiés)<sup>22</sup> et elles sont sous-représentées par rapport à l'importance qu'elles ont pour le domaine des ventes. Vu l'importance grandissante des questions de responsabilité sociale dans les études de l'EAI, certains investisseurs sont convaincus que l'EAI accroît la confusion au sujet de la taxonomie actuelle des actifs intellectuels et qu'elle pourrait contribuer au manque de matérialité de la recherche portant sur les actifs intellectuels.

38. D'autres initiatives sont mises en œuvre par les milieux de l'analyse financière. Les associations italienne et norvégienne des analystes financiers (AIAF et NFF respectivement) ont en effet élaboré des lignes directrices de communication d'informations supplémentaires sur les actifs intellectuels et la création de valeur. L'AIAF a ainsi créé un modèle qui identifie cinq dimensions de communication sur les actifs intellectuels (la stratégie, les clients et le marché, les ressources humaines, les processus et l'innovation, l'organisation) et proposé un indice mesurant la communication d'informations sur les actifs immatériels avec une liste longue de 80 indicateurs. Ces lignes directrices sont destinées à inciter les entreprises à publier des informations complémentaires utiles aux investisseurs. Les analystes doivent pouvoir faire des comparaisons entre concurrents et tenter de classer les principaux actifs immatériels par rapport à ceux des concurrents. En conséquence, leurs principales questions aux entreprises portent sur les menaces extérieures, l'exposition, les risques, la réactivité de l'entreprise et l'impact sur la création de valeur. Ils cherchent à établir une corrélation entre les principaux actifs intellectuels d'une part, et les performances et le cours de l'action de l'entreprise d'autre part. Les principales informations requises par tous les investisseurs<sup>23</sup> sont les suivantes : (i) informations prospectives (comme les produits en préparation) ; (ii) informations liées directement à un flux de revenu ; (iii) informations standardisées ; et (iv) informations difficiles à manipuler légalement.

39. Les indicateurs proposés dans les cadres existants de communication d'informations sur les actifs intellectuels ne s'étant pas révélés utiles aux investisseurs, la publication de grands indicateurs de performance pertinents liés à un flux de recettes devrait encourager les investisseurs à inclure ces actifs dans leur recherche générale et à publier des rapports sur les actifs intellectuels de façon plus systématique. L'évaluation par IR Japan de l'utilité pour les investisseurs des grands indicateurs de performance proposés pour accompagner les Lignes directrices du Ministère de l'économie, du commerce et de l'industrie révèle que 20 % seulement de ces indicateurs sont considérés comme utiles et que ce sont ceux qui sont plus étroitement liés aux flux de recettes ou de coûts.<sup>24</sup> Les rapports des analystes des membres de

---

22. De nombreux rapports traitent des changements climatiques et de l'environnement, mais ils analysent en réalité les implications d'un nouveau système de « plafonnement et d'échange » des émissions de dioxyde de carbone dans l'UE.

23. Lev.B. (2005), Conférence internationale de l'OCDE sur le thème « Actifs intellectuels et innovation : création de valeur dans une économie du savoir », Ferrare (Italie), octobre 2005.

24. *2005 Survey Questionnaire about Intellectual Assets Index and Corporate Value*, IR Japan. D'après l'enquête, les indicateurs les plus importants concernent la variation des ventes par client, le ratio revenu d'exploitation-ventes des activités principales, le revenu d'exploitation des activités principales en pourcentage du revenu d'exploitation total, le pouvoir de vente auprès des clients, les dépenses de R-D de l'entité principale en

l'EAI révèlent aussi l'importance des indicateurs sectoriels. A titre d'exemple, le rapport Oddo Securities souligne l'impact majeur des ressources humaines sur les services de TIC<sup>25</sup>. La pertinence des grands indicateurs de performance est renforcée par la référence à des critères sectoriels : le taux de rotation dans les entreprises de TIC (environ 10 %) diffère de celui observé dans l'industrie mécanique (5 %), par exemple. L'initiative de l'EBRC visant à établir des cadres sectoriels afin d'améliorer la comparabilité et d'accroître l'intérêt des investisseurs pour les rapports sur les actifs intellectuels sera sans doute soigneusement examinée par les principaux acteurs.

***Les marchés incorporent de nombreuses sources d'information, mais il pourrait y avoir des éléments d'inefficience***

40. Même lorsqu'elles ne sont pas divulguées de façon formelle, les recherches indiquent que les marchés tiennent compte d'autres caractéristiques d'une entreprise comme la valeur escomptée des nouvelles innovations, les initiatives de R-D, les percées technologiques et la qualité de la gestion. Les marchés financiers s'appuient souvent sur d'autres types d'information. Ainsi, la valorisation boursière reflète souvent les informations émanant d'analystes et de publications spécialisées (Darby *et al.*, 1999), alors que les grands investisseurs ont des échanges directs avec les dirigeants au sujet de la stratégie d'innovation et de la base du capital intellectuel de leur entreprise. Comme le montre Holland (2004)<sup>26</sup> à propos des gérants de fonds britanniques, l'évaluation par les analystes des entreprises à forte intensité de savoir est bâtie à partir de nombreuses sources de données fragmentées (approche en mosaïque), notamment des contacts réguliers avec les dirigeants de l'entreprise. Toutefois, les investisseurs qui obtiennent des informations sur les actifs intellectuels et les stratégies économiques par de tels moyens encourent inévitablement une dépense, ce qui ralentit la diffusion de leurs évaluations sur les marchés de capitaux puisqu'ils cherchent à rentabiliser leur savoir privé (Holland, 2002)<sup>27</sup>. Les gérants de fonds passifs n'ont pas de raison de s'inquiéter des informations divulguées par les entreprises ; en revanche, les gérants actifs pensent qu'ils peuvent tirer profit de la communication d'informations imparfaites et de l'inefficience du marché<sup>28</sup>.

41. Les marchés de capitaux récompensent les entreprises pour l'augmentation des informations qu'elles communiquent, notamment dans le cas des petites sociétés cotées. La corrélation entre transparence des entreprises et volatilité du cours de leurs actions est en effet plus forte pour les entreprises de petite taille (Barnett, 2003)<sup>29</sup>. L'importance de la présentation d'informations de qualité s'accroît considérablement lorsque les entreprises sont moins bien couvertes par les analystes. Les conclusions de Barnett (2003) suggèrent que les entreprises peuvent atténuer ce problème en adoptant une stratégie proactive dans le cadre de leur politique de

---

pourcentage des dépenses de R-D totales, et le montant de dommages payés en cas de procès. Les indicateurs moins importants concernent le recrutement de travailleurs d'âge moyen en pourcentage de l'effectif total des salariés, les relations de l'entreprise avec les fournisseurs, les dépenses de formation par salarié, l'investissement environnemental, la distinction par les activités de RSE et le classement de l'entreprise en fonction de son image.

25. Desmartin, J. P. et B. Prunas (2005), *IT services : human resources : crucial for growth and profit margins*, Oddo Securities, septembre 2005.

26. Holland, J. (2004b), « Fund management, Corporate performance and Intellectual Capital », p. 476-474, Proceedings of the 4<sup>th</sup> International Conference on "Performance Measurement and Management", Edinbourg.

27. Holland, J. (2002), "A dynamic model of fund manager corporate governance", *CIMA Research Report*.

28. Les commentateurs du marché semblent indiquer que les gérants de fonds actifs au Royaume-Uni ont contribué à la suppression du système de rapports opérationnels et financiers obligatoires dans ce pays.

29. Barnett B. (2003), "Corporate Disclosure Practices and Stock Price Performance", London Business School. Barnett utilise l'indicateur de communication ValueReporter de PWC pour évaluer un échantillon de 131 entreprises réparties dans 7 secteurs.

communication. Les avantages sont considérables : pour les entreprises dont la couverture par les analystes est inférieure au niveau médian, une augmentation de 10 % de leur score global en matière de communication s'est traduite par une réduction de 1.5 % de la volatilité du cours de l'action. C'est là un résultat révélateur sur le plan économique pour la détermination de leur coût du capital.

42. Améliorer la couverture des analystes est une préoccupation majeure pour un certain nombre de places boursières, notamment le Japon où les analystes du domaine des ventes ne couvrent que 25 % entreprises cotées. La plupart des entreprises cotées au JASDAQ sont peu couvertes par les analystes: à l'exception d'un indice de 120 entreprises (appelé Jstock), pour lequel le taux de couverture est de 85 % en moyenne, ce taux est inférieur à 50 % pour les 850 entreprises restantes. Le JASDAQ est préoccupé par la sous-valorisation des petites entreprises innovante due au fait que la divulgation d'informations auprès des investisseurs est limitée. Les dirigeants doivent adopter une approche plus anticipative afin d'encourager les analystes à couvrir ces entreprises en expliquant le fonctionnement des processus opérationnels et la création de valeur (Das *et al.*, 2006). Le JASDAQ a maintenant lancé une initiative dans le cadre de laquelle un échantillon de 100 entreprises doivent mesurer et divulguer leurs actifs intellectuels. Il est proposé un outil d'auto-évaluation rapide à partir d'un questionnaire comportant 120 questions et environ huit catégories (client, marque, réseau, DPI, processus opérationnels, pratiques en matière d'organisation, gestion des salariés) qui évalue trois dimensions couvrant le potentiel de l'entreprise (son stock d'actifs intellectuels), son utilisation (flux) et sa gestion. Grâce à cette expérience, le JASDAQ compte améliorer la diffusion des meilleures pratiques.

43. Le marché incite déjà vivement les entreprises à améliorer leurs pratiques de communication, mais les disparités sont fortes d'une entreprise à l'autre. Comme PWC l'évoque dans son rapport annuel, Trends Report<sup>30</sup>, certaines entreprises procèdent déjà à la déclaration d'informations non financières sur leurs actifs intellectuels, bien que de manière ponctuelle et avec de grandes disparités entre les entreprises, les secteurs et les pays. L'hypothèse est qu'un surcroît de communication auprès du public permettrait d'améliorer l'efficacité du marché financier. Les études empiriques montrent que la valorisation boursière est effectivement influencée par la portée et la nature des informations sur les actifs intellectuels communiquées au public :

- Une étude consacrée à l'industrie pharmaceutique montre que l'autorisation de mise sur le marché d'un produit par la Food and Drug Administration des États-Unis faisait monter le cours de bourse de 0.51 % lorsque aucune autre information n'est diffusée. La hausse passe à 1.13 % lorsque l'annonce est accompagnée d'informations qualitatives et elle quadruple pour atteindre 2 % lorsque des informations quantitatives sont également fournies (Lev, 2002).

---

30. PriceWaterhouseCoopers (2005), *Trends 2005: Good practices in corporate reporting*. Depuis 1999, PWC identifie les entreprises du monde entier qui fournissent les meilleures informations descriptives. Sa sélection met en évidence une grande diversité de secteurs et de pays.

- On constate que la capitalisation boursière des sociétés cotées réagit positivement aux dépenses annoncées de R-D. Une augmentation d'une unité de R-D se traduit par une progression légèrement moindre de la valeur boursière et la réaction du marché est plus prononcée que pour les investissements matériels (Hall et Oriani, 2004 ; Ballardini *et al.*, 2005).<sup>31</sup>
- Dans une perspective plus générale, une étude utilise comme référentiel le système PricewaterhouseCoopers d'information sur la valeur ajoutée, qui englobe un large éventail d'aspects stratégiques et de facteurs de création de valeur allant bien au-delà des normes obligatoires. Les entreprises qui fournissent une information générale de meilleure qualité conforme au référentiel PricewaterhouseCoopers ont un coût du capital inférieur à celui des entreprises qui s'en tiennent aux normes d'information en vigueur (Barnett, 2003).

---

31. F. Ballardini et al, "Do stock markets value innovation: A meta analysis", SSRN, 2005



## VI. CAPACITES DE GESTION DES RISQUES ET PROBLEMES DE CONTROLE INTERNE

44. Les cadres de communication d'informations sur les actifs intellectuels ont pour but d'indiquer comment une entreprise cherche à créer de la valeur de façon à faire comprendre que des rapports sur les actifs intellectuels permettent principalement d'améliorer la gestion de ces actifs, les décisions d'affectation des ressources au niveau de l'entreprise et la gestion des risques. Les entreprises à forte intensité d'actifs intellectuels sont confrontées à des risques accrus du fait que les cycles d'innovation sont variables et qu'elles doivent procéder à des investissements importants. Ces risques doivent être identifiés et évalués, puis gérés et atténués par la mise en oeuvre d'un puissant système de contrôle interne. D'aucuns pensent que les cadres de communication d'information sur les actifs intellectuels doivent évoluer dans cette direction.

45. Bien que la plupart des lignes directrices existantes aient tendance à privilégier les questions de reporting, les investisseurs et les dirigeants s'intéressent de plus en plus aux questions de contrôle interne et de gestion des risques. Lors de la sélection des entreprises, certains investisseurs ont recours aux facteurs de différenciation suivants : (i) les capacités de gestion des risques, à savoir l'aptitude des dirigeants et administrateurs à s'adapter à l'évolution attendue du contexte macroéconomique et concurrentiel ; (ii) la réputation auprès des actionnaires principaux et la force de la marque ; (iii) la stratégie de développement de l'entreprise et l'innovation. Par ailleurs, pour améliorer leur processus de décision, les investisseurs attendent des informations publiées en externe qu'elles soient cohérentes avec celles communiquées en interne par la direction. En sollicitant des informations exploitées par les dirigeants, les investisseurs cherchent réduire l'écart entre la communication financière traditionnelle –requisse par la législation –, le rapport d'activités– informations également exploitées par les investisseurs pour évaluer les titres – et les rapports faits aux dirigeants– informations utilisées par les dirigeants pour gérer l'entreprise au quotidien.

46. Les dirigeants ne sont pas toujours en mesure de fournir les informations sur les facteurs de création de valeur requises par les investisseurs et les administrateurs. Selon une enquête menée par Deloitte auprès de 250 dirigeants et administrateurs<sup>32</sup>, « alors que la grande majorité des administrateurs et cadres supérieurs affirment avoir besoin d'informations pointues sur les grands facteurs non financiers de succès de leur entreprise, ces informations font en réalité souvent défaut. Lorsqu'elles sont disponibles, leur qualité est tout au plus médiocre.». Pour contrôler correctement la stratégie de l'entreprise, les administrateurs ont déclaré lors d'une enquête qu'ils avaient besoin de davantage d'informations non financières sur la capacité de l'entreprise à satisfaire ses clients, à proposer des produits et services de qualité, à exploiter des processus performants et à mettre au point de nouveaux produits et services. Si plus de 90 % des dirigeants confirment que les éléments extrafinanciers sont des facteurs essentiels ou importants de réussite, 40 % d'entre eux s'évaluent eux-mêmes comme moyennement aptes à mesurer et suivre ces facteurs, 23 % jugeant leur aptitude en la matière passable ou insuffisante. Dans une étude parallèle, McKinsey & Co ont constaté que plus de 50 % des dirigeants admettaient avoir un sens limité des perspectives de leur entreprise sur les 5-10 prochaines années et 4 % seulement déclaraient comprendre pleinement les perspectives à long terme. Tant que le manque d'informations internes ne sera pas comblé, les dirigeants ne seront pas en mesure de fournir des rapports extrafinanciers de qualité à leurs investisseurs, même s'ils le voulaient.

---

32. Deloitte et EIU (2004), *In the Dark : What Boards and Executives Don't know about the health of their businesses*, disponible à l'adresse [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)

47. Malgré la demande croissante incitant les entreprises à surveiller leurs systèmes de contrôle interne (au Royaume-Uni et en France par exemple), il semble y avoir un écart considérable entre les bonnes pratiques et la réalité. Les modèles de communication d'informations devront aborder les questions du contrôle interne et de la gestion des risques et encourager les entreprises à définir des systèmes d'information interne afin que les dirigeants et administrateurs disposent des outils quantitatifs dont ils ont besoin pour une affectation efficiente de leurs ressources. Améliorer cette efficience est un défi d'importance ; les études ont en effet démontré qu'une augmentation des dépenses de R-D n'est, par exemple, pas nécessairement corrélée à l'augmentation et au succès des innovations. La nature interdépendante des actifs intellectuels ne facilite pas les choses : ces actifs ne sont en effet pas toujours dissociables et sont souvent complémentaires, voire relativement imbriqués. Une connaissance plus précise de la combinaison d'actifs intellectuels qui favorise l'innovation et la création de valeur contribue à l'amélioration de l'affectation de ressources rares et à la formulation de stratégies, renforçant par là même à la compétitivité et la croissance d'une entreprise. En gérant leurs actifs intellectuels et en diffusant des informations les concernant, les dirigeants obtiennent, comme l'expérience semble le démontrer, des indications nouvelles sur la valeur et les performances de leurs ressources à forte intensité de savoir. L'importance croissante accordée à la gestion des risques et au contrôle interne par les approches actuelles de gouvernement d'entreprise va donc dans le même sens que les initiatives visant à améliorer la gestion des actifs intellectuels et la communication d'informations sur ces actifs.<sup>33</sup>

48. Le rapport Turnbull et le cadre du COSO ont été parmi les premiers à encourager les entreprises à identifier et évaluer leurs principaux risques et à communiquer sur la façon dont les dirigeants y font face. Ils décrivent un large éventail de risques auxquels une entreprise est confrontée, pas seulement financiers mais aussi stratégiques, opérationnels, environnementaux et relatifs au respect des réglementations. Certains pays ont édicté des lignes directrices plus strictes sur la façon dont le risque doit être identifié, évalué, géré, suivi et communiqué au public. Ces cadres pourraient être encore affinés afin d'aborder les risques particuliers auxquels sont exposées les entreprises à forte intensité d'actifs intellectuels. Les études empiriques semblent indiquer, par exemple, que ces entreprises ont des risques d'exploitation spécifiques et que la gestion des actifs intellectuels dépend de facteurs de valeur particuliers (Bose et Oh, 2004). On peut citer comme risques opérationnels spécifiques les risques liés à la commercialisation, les risques liés à qualité de la R-D, les risques manufacturiers et les risques concurrentiels. Bose et Oh (2004) ont identifié les facteurs de valeurs suivants comme ayant un impact sur la gestion stratégique pour des secteurs à forte intensité d'actifs intellectuels tels que la biotechnologie, la technologie de l'information, et l'énergie et l'environnement : rentabilité de l'investissement en actifs intellectuels, unicité de l'innovation, réputation de l'équipe de recherche et de l'entreprise, perspectives de croissance, qualité de la gestion, et risque.

---

33. On trouvera un résumé de l'expérience acquise dans un pays dans *Review of the Turnbull Guidance on Internal Control*, Consultation Paper, DTI, Londres, 2005.



### Encadré 1. Exemples de cadres de contrôle interne

#### 1) Le guide Turnbull

Le guide Turnbull guidance, publié pour la première fois en 1999 et révisé en 2005, est incorporé dans le Code combiné du Royaume-Uni en matière de gouvernement d'entreprise.

Selon ce guide fondé sur des principes, les dirigeants d'entreprises cotées à la Bourse de Londres doivent procéder à un examen de l'efficacité du système de contrôle interne du groupe, au moins une fois par an, et en rendre compte à leurs actionnaires. L'examen doit porter sur tous les contrôles matériels, notamment les contrôles financiers, opérationnels et de respect de la réglementation, et sur les systèmes de gestion des risques. Le contrôle interne a pour but d'aider à gérer et à limiter les risques de manière appropriée.

#### 2) Le cadre du COSO

Le Committee of Sponsoring Organizations (COSO) of the Treadway Commission a publié en 1992 le cadre intégré de contrôle interne afin d'aider les entreprises et autres entités à évaluer et à renforcer leurs systèmes de contrôle interne. Le cadre du COSO énonce 26 principes associés aux cinq principaux composants du contrôle interne: (1) environnement de contrôle, (2) évaluation des risques, (3) activités de contrôle, (4) information et communication et (5) supervision. Ce cadre a de l'influence et est généralement reconnu par les dirigeants, les membres du conseil d'administration, les responsables de la fixation de normes et les organisations professionnelles comme un cadre complet pour le contrôle interne.

49. Le cycle de l'innovation étant plus long dans certains secteurs tels que les produits pharmaceutiques (et plus court dans d'autres), bon nombre de risques externes divers peuvent surgir qui, surtout lorsqu'ils surgissent vers la fin du processus d'innovation, ont un impact majeur sur la valeur pour l'entreprise concernée. Les risques opérationnels et concurrentiels, habituellement considérés comme les plus importants, peuvent prendre plusieurs formes : un concurrent peut lancer l'innovation même que son concurrent a en attente, ou un concurrent inattendu peut entrer sur le marché. A titre d'exemple, Apotex a lancé en 2006 une version générique du médicament anticoagulant le plus vendu Plavix, Bristol-Myers Squibb. Du fait de cette concurrence, les analystes ont prédit que les bénéfices de Bristol diminueraient de non moins de 31% in 2006, si bien qu'il n'était plus forcément judicieux d'accorder une licence au concurrent en premier<sup>34</sup>. La concurrence entre Sony et Toshiba pour gagner le nouveau format DVD est un autre exemple instructif de la façon dont la gestion d'une innovation peut devenir plus importante que l'innovation elle-même. Les deux entreprises ont développé des technologies innovantes (Blue-ray pour Sony et HD-DVD pour Toshiba) qui sont commercialement viables mais la bataille sera remportée principalement sur des aspects relatifs à la commercialisation tels que la capacité d'établir des alliances stratégiques avec des fabricants d'appareils électroniques (d'autres aspects auront manifestement un impact, notamment le prix final du produit et des problèmes de fabrication imprévus).

34. "Bristol-Myers Squibb's board pushes out CEO Peter R. Dolan", *Red Herring*, 12 septembre 2006, disponible à l'adresse : [www.redherring.com](http://www.redherring.com).

50. Les lignes directrices en matière de communication d'informations sur les actifs intellectuels édictées au Danemark, en Allemagne et au Japon ont été conçues principalement comme un instrument de gestion pour les petites entreprises innovantes afin de renforcer leur processus de décision, de leur apporter une aide à la décision en matière d'affectation des ressources et d'améliorer leurs pratiques de gestion des risques. En ce qui concerne l'aspect « gestion » des lignes directrices de communication d'informations sur les actifs intellectuels, on estime généralement peu utile aux États-Unis d'inciter les petites entreprises innovantes à repenser leur méthode de gestion des actifs intellectuels. Cela vient peut-être du fait que ces entreprises peuvent en effet s'appuyer sur un secteur actif et performant du capital-risque et du capital-investissement pour leur fournir des moyens créatifs et variés de financement aux premiers stades de leur développement, ainsi que sur un soutien en matière de gestion. Au niveau macroéconomique, le secteur du capital-risque contribue sensiblement à l'innovation<sup>35</sup> et à la R-D, notamment au sein des secteurs des technologies de l'information et des biotechnologies<sup>36</sup>. Les petites sociétés de capital-risque acquièrent par ailleurs des actifs intellectuels mis au rebut par les grandes entreprises qui les considèrent comme des activités auxiliaires<sup>37</sup>. Alors que cette explication semble valable pour ces sociétés de haute technologie, les recherches citées par Bloom *et al.* (2005 *op. cit.*) indiquent que le secteur américain comporte également une longue liste d'entreprises aux performances médiocres. Néanmoins, elles semblent disparaître également plus rapidement de la carte que dans d'autres pays où, souvent, leur sort tend rapidement à préoccuper les pouvoirs publics

---

35. Kortum S. et J. Lerner (1998), "Does Venture Capital Spur Innovation", *NBER Working Paper*, n°6846. Selon ce document, les activités de capital-risque dans un secteur augmentent sensiblement son taux de dépôt de brevets.

36. Global Insight (2004), *Venture Impacts 2004- Venture capital benefits to the US economy*

37. "IBM opens patents to VCs", *Red Herring*, 13 décembre 2005, disponible à l'adresse [www.redherring.com/](http://www.redherring.com/)

## VII. COMMUNICATION D'INFORMATIONS SUR LES ACTIFS INTELLECTUELS AUX SOCIÉTÉS DE CAPITAL-RISQUE

51. Les start-ups et les petites entreprises innovantes, qui ont généralement, les unes et les autres, une forte intensité d'actifs intellectuels, ont besoin de moyens de financement créatifs et divers, et cela implique des obligations en matière de communication d'informations. Les sociétés de capital-risque répondent aux besoins de financement des entreprises qui, en général, n'ont pas la taille, les actifs ou les résultats d'exploitation nécessaires pour se procurer des capitaux auprès de sources plus traditionnelles telles que les marchés publics et les banques. On peut définir le capital-risque comme des investissements participatifs ou liés à des prises de participations dans des entreprises privées jeunes, où l'investisseur est un intermédiaire financier. Parallèlement au capital-risque traditionnel, les fonds de capital-risque issus des grands groupes industriels consistent pour ces grands groupes à prendre des participations minoritaires dans des entreprises de petite taille, jeunes et indépendantes. La distinction entre l'apport de capital-risque par de grandes entreprises et les autres types d'investissement en capital-risque est généralement que ce type d'opération est habituellement réalisé en vue d'atteindre des objectifs stratégiques et non simplement des objectifs financiers immédiats. Les programmes d'apport de capital-risque par de grandes entreprises aident à « glaner » des innovations auprès des entreprises et ils représentent donc une partie importante de la stratégie d'innovation d'une entreprise (Dushnitsky et Lenox, 2005).

52. Le capital-risqueur se distingue des autres types d'investisseurs et des autres formes d'intermédiation financière principalement par la gouvernance et les services à valeur ajoutée que l'investisseur fournit à l'entreprise au-delà du soutien financier. Compte tenu de l'importance des contributions managériales des capital-risqueurs qui soutiennent la croissance et l'innovation de ces entreprises, la présente partie du rapport sera centrée sur les exigences en matière d'information fixées par les apporteurs de capital-risque (c'est-à-dire les engagements de l'entreprise en matière de communication d'informations) qui leur permettent de participer au processus de création de valeur des entreprises non cotées en bourse. Le renforcement du rôle des investisseurs dans les entreprises non cotées nécessite une structure différente du gouvernement d'entreprise et des dispositions en matière de communication d'informations afin de faciliter l'accès aux informations protégées, notamment les secrets d'affaires, problèmes qui sont généralement résolus aux moyens de contrats privés. Après avoir analysé l'effet économique et social ainsi que l'impact du capital-risque sur l'innovation, la présente section examinera les divers droits de contrôle qui permettent aux investisseurs actifs d'apporter tout un éventail de contributions à la gestion.

53. Les entreprises qui ont une part importante d'actifs incorporels et qui opèrent dans des secteurs de haute technologie ont davantage de chances d'être adossées à du capital-risque car elles sont plus difficiles à évaluer pour les investisseurs extérieurs et elles ont aussi besoin d'apports extrafinanciers tels que des conseils de la part des fournisseurs de capital-risque. Le capital-risque réduit les problèmes d'information asymétrique qui sont plus importants pour les petites entreprises innovantes ainsi que pour celles dont les actifs sont difficiles à évaluer, comme celle dont le principal actif est un produit nouveau qui n'a pas encore été lancé sur le marché ou celles qui ont une part élevée d'actifs incorporels dans leur « bilan ». Comme le montre l'encadré 2, les effets du capital-risque sur l'innovation, la R-D, la croissance économique et l'emploi sont tout à fait considérables.

## **Encadré 2. Contribution des entreprises adossées à du capital-risque à la croissance et à l'innovation**

### ***Effets du secteur du capital-risque sur l'économie et l'emploi***

Les entreprises adossées à du capital-risque sont une importante force d'entraînement pour l'économie et la compétitivité mondiale aux Etats-Unis et en Europe, où les activités de capital-risque se sont développées. D'après une étude du BVCA sur l'impact économique des capitaux privés au Royaume-Uni (2005), les entreprises qui s'appuient sur le capital-risque ont vu leurs ventes, leurs exportations, leurs investissements et leur emploi augmenter bien plus vite que la moyenne nationale. Ces entreprises créent des emplois à un rythme beaucoup plus rapide que leurs homologues qui n'ont pas recours au capital-risque : aux Etats-Unis, entre 2000 et 2003, la base d'emploi des entreprises adossées à du capital-risque s'est accrue de 6.5 % alors que, pour l'ensemble du secteur privé, elle a diminué de 2.3 % au cours de la même période (NVCA, 2004). En Europe, l'emploi dans les entreprises soutenues par le capital-risque a progressé en moyenne de 30.5 % par an entre 2000 et 2004, quarante fois le taux de croissance annuel de l'emploi total dans l'UE 25, à partir d'une base plus restreinte, il est vrai (EVCA, 2004). De même, les ventes des entreprises adossées à du capital-risque ont dépassé celles de leurs homologues nationales dans tous les secteurs.

### ***Impact sur l'innovation***

Les données d'observation montrent que les apporteurs de capital-risque stimulent l'innovation des entreprises (Hellmann et Puri, 2000 ; Lerner et Kortum, 2000), surtout en ce qui concerne les petites entreprises innovantes opérant dans les secteurs de haute technologie. Aux Etats-Unis, le plus grand marché du capital-risque, 78.3 % des investissements sont effectués dans les secteurs de haute technologie et, au Royaume-Uni, plus de la moitié des entreprises adossées à du capital-risque se trouvent dans le secteur de la technologie (communications, informatique, électronique, biotechnologie et secteur médical). Les résultats de ces entreprises aux Etats-Unis, mais aussi en Europe, sont fort différents de ceux d'entreprises analogues qui n'ont pas bénéficié de cette forme de financement. De plus, les entreprises cotées en Bourse et ayant auparavant bénéficié du capital-risque enregistrent de meilleurs rendements que les autres un an après leur introduction en Bourse<sup>38</sup>. Les différences de résultats s'observent à de nombreux égards, tels que l'intensité de R-D, la croissance des ventes et l'investissement, qui sont généralement plus élevés pour les entreprises adossées à du capital-risque que pour les autres. Ces entreprises lancent leurs produits plus rapidement que les autres sur le marché (Hellman et Puri, 2000). Les entreprises recourent à l'investissement en capital-risque afin de financer des activités à long terme, qui ajoutent de la valeur, comme la R-D, la commercialisation et la formation qui, elles-mêmes, améliorent notablement le chiffre d'affaires et la rentabilité (EVCA, 2002).

L'investissement en capital-risque aux Etats-Unis a joué un rôle crucial dans l'incubation et la commercialisation de bon nombre des innovations qui ont représenté de véritables percées dans le secteur des sciences de la vie, si bien que l'innovation dans ce domaine est considérée comme tributaire du capital-risque<sup>39</sup>. Certaines des principales entreprises qui existent aujourd'hui dans ce secteur (Genentech, Amgen, Nellcor) ont été financées par du capital-risque. Sur les 50 plus grandes entreprises de R-D aux Etats-Unis, 41 ont eu recours au départ au capital-risque ou ont acquis des entreprises créées à l'aide du capital-risque<sup>40</sup>. En Europe, la plupart de ces entreprises ont aussi le sentiment que, sans capital-risque, elles n'auraient pas pu exister (60 % d'entre elles) ou se seraient développées plus lentement (EVCA, 2004).

38. Selon M. Peter Linthwaite, BVCA, Directeur.

39. *Life science innovation dependant on venture capital*, NVCA, 1er décembre 2004.

40. *Venture-backed companies outperformed peers in 10 industries during US economic downturn*, NVCA, 20 juillet 2004.

## **Encadré 2. Contribution des entreprises adossées à du capital-risque à la croissance et à l'innovation (suite)**

Les entreprises américaines financées par du capital-risque ont un taux d'obtention de brevets plus élevé : un dollar de R-D d'une entreprise adossée à du capital-risque peut conduire à dix fois plus de brevets qu'un dollar de R-D d'une entreprise traditionnelle. Ce taux plus élevé de brevets correspond à des innovations « réelles » : ces brevets sont plus fréquemment cités dans d'autres demandes de brevet et sont contestés plus âprement du fait que les entreprises cherchent à défendre un actif intellectuel clé. De plus, les entreprises adossées à du capital-risque engagent plus souvent des actions en justice concernant des secrets d'affaires, ce qui laisse penser qu'elles ne se contentent pas de prendre des brevets au lieu de protéger leurs secrets d'affaires (Kortum and Lerner, 1998). Les entreprises dépendant du capital-risque cherchent aussi à faire breveter leurs inventions afin de rehausser leur attractivité et, partant, d'accroître leurs chances d'obtenir un financement ou la valorisation attribuée dans ce financement. Les apporteurs de capital-risque pouvant avoir des difficultés à discerner la qualité des brevets détenus par une entreprise, les entreprises demandent des brevets et des droits d'auteur de valeur marginale (Kortum and Lerner, 1998). Une enquête réalisée par EVCA (2003) auprès des apporteurs de capital-risque européens fait ressortir l'importance des brevets pour le secteur du capital-risque: les apporteurs de capital-risque ont environ 60% du nombre total de leurs sociétés de placement qui s'appuient actuellement sur un modèle dépendant d'un brevet particulier. Pour ces entreprises, le capital-risque représente la principale source de financement lorsqu'elles déposent une demande de brevet.

### ***Diffusion du savoir***

Le capital-risque réoriente la R-D vers les petites entreprises : la contribution des petites entreprises à la R-D représente 20 % de l'ensemble de cette activité aux Etats-Unis et les entreprises adossées à du capital-risque dépensent plus du double des autres au titre de la R-D (NVCA, 2004). En particulier, les petites entreprises du secteur des TIC et du secteur lié à la médecine, où domine le financement par le capital-risque, sont celles qui contribuent le plus à cette évolution. La pénétration accrue de la recherche des petites entreprises est la plus frappante dans le secteur de biotechnologie : la part de leur recherche en biotechnologie est passée de 3 % en 1984 à près de 40 % en 2003, alors que la part des grandes entreprises est revenue de 31 % à 18 % sur la même période. De fait, dans le secteur des sciences de la vie, les problèmes de productivité<sup>41</sup> ont conduit les grandes entreprises à centrer leur effort sur les activités de base et a fourni l'occasion aux jeunes pousses et aux petites entreprises d'acquérir des brevets dans des domaines annexes des sciences de la vie qui étaient négligés par les autres, et mobilisé la richesse inexploitée de la propriété intellectuelle dans les entreprises axées sur la R-D.

Cependant, les petites entreprises non seulement alimentent l'innovation par elles-mêmes, mais elles fournissent aussi aux grandes entreprises de R-D un flux régulier d'idées. Indépendamment d'une forte capacité de R-D interne et de puissantes alliances avec les milieux universitaires ou les chercheurs du secteur public, les entreprises renforcent leur capacité d'innovation grâce aux apports de capital-risque de grandes entreprises. Elles y voient un moyen de rechercher, d'identifier et d'exploiter des technologies entrepreneuriales ou innovantes. Les études économétriques montrent que dans certains secteurs, les entreprises qui investissent en capital-risque de grandes entreprises voient leur taux d'innovation interne augmenter notablement (Dushnitsky et Lenox, 2004a). Dans les branches d'activité où les entreprises sont une source importante d'innovations, le capital-risque des grandes entreprises représente une part essentielle de la stratégie d'innovation : Dushnitsky et Lenox (2006) ont observé une corrélation plus forte entre l'investissement en capital-risque de grandes entreprises et la création de valeur d'une entreprise pour les secteurs des équipements, des semi-conducteurs et de l'informatique. Le capital-risque des grandes entreprises peut fournir un moyen efficace de rechercher de nouvelles technologies qui menacent ou complètent leurs activités de base. Par exemple, IBM a lancé en 2005 un programme d'octroi de licences afin de permettre aux start-ups adossées à du capital-risque d'obtenir des licences pour ses 40 000 brevets. La stratégie d'IBM est de recourir au capital-risque afin de battre Microsoft : IBM a déclaré former un groupe d'éminents fournisseurs de capital-risque afin d'encourager l'innovation à développer des produits pour Big Blue au lieu de Microsoft<sup>42</sup>. L'augmentation des investissements en capital-risque des grandes entreprises implique une augmentation ultérieure du nombre de brevets d'une entreprise.

41. Les principaux problèmes que rencontrent les entreprises du secteur des sciences de la vie sont la progressivité des coûts de la R-D, les risques plus élevés d'échec dus à un taux plus élevé d'innovation, le durcissement mondial de la réglementation et l'amenuisement des avantages dont jouissent les entreprises arrivées les premières sur le marché.

42. Red Herring, *IBM taps VCs to beat Microsoft*, 22 août 2005.

### ***La contribution non financière des apporteurs de capital-risque est un facteur essentiel***

54. L'on croit généralement qu'une intermédiation financière active a des effets positifs sur le comportement des entreprises dans lesquelles des capitaux sont engagés (Botazzi *et al.*, 2004). Le capital-risque est une forme d'intermédiation financière où les investisseurs peuvent choisir à quelle hauteur ils s'impliquent dans l'entreprise dans laquelle ils ont engagé des capitaux. La plupart des apporteurs de capital-risque aux États-Unis adoptent une stratégie d'intervention dans leurs relations de travail. Traditionnellement, les apporteurs de capital-risque des autres pays s'impliquent moins dans les décisions stratégiques concernant leurs investissements, mais on observe qu'en Europe ils deviennent de plus en plus des investisseurs qui participent davantage aux principales décisions de l'entreprise et ont accru leur tolérance au risque (Botazzi *et al.*, 2004). Dans les autres pays, on ne trouve pas traditionnellement ce type d'investisseurs interventionnistes mais, apparemment, un nombre croissant d'apporteurs de capital-risque japonais deviennent de moins en moins passifs et s'intéressent de beaucoup plus près aux entreprises dans lesquelles ils ont investi des capitaux.

55. Les investisseurs actifs de capital-risque jouent essentiellement le rôle d'intermédiaires financiers traditionnels, qui trouvent plus difficile de valoriser les actifs comme garantie. La contribution des sociétés de capital-risque dans les domaines financiers (suivi des résultats financiers, établissement régulier de rapports sur l'exécution du budget et offre de conseil financier) est manifestement élevée, mais leur participation couvre aussi toute une série de domaines non financiers tels que le conseil stratégique, les possibilités de mise en réseau, services de soutien et d'aide au renforcement de la crédibilité des entreprises, leur importance relative dépendant du stade de développement de l'entreprise financée par le capital-risque. Le capital-risque convient tout particulièrement pour financer et entretenir des entreprises innovantes au cours de leurs premières phases de développement (Hellmann et Puri, 2002). Pour ces entreprises, les compétences d'expert de la société de capital-risque, sa connaissance des marchés et des processus entrepreneuriaux, et son réseau de contacts sont surtout utiles pour les aider à réaliser leur potentiel de croissance.

56. Les apporteurs de capital-risque étant souvent des spécialistes de l'industrie et les chefs d'entreprise manquent parfois de compétences en gestion, le conseil stratégique des premiers est un apport très précieux pour de nombreuses entreprises adossées à du capital-risque, surtout au début de leur développement. Les sociétés de capital-risque s'appuient sur le capital humain propre au secteur comme actif intellectuel le plus précieux pour identifier les bonnes possibilités de placement et pour gérer ces investissements (Gompers *et al.*, 2005). Les dirigeants de sociétés de capital-risque ont une longue et vaste expérience : beaucoup ont travaillé dans l'industrie, d'autres ont une expérience dans la finance et tous sont spécialistes du financement et de l'aide aux entreprises en phase de développement et d'expansion rapides. Ils ont habituellement une meilleure vue que le chef d'entreprise du marché et des concurrents de l'entreprise : ils connaissent les participants, les tendances, les anticipations en matière de croissance, et ils sont mieux placés pour estimer le potentiel du marché et la part que l'entreprise pourrait y prendre ainsi que la valeur de cette part. La connaissance générale du secteur qu'a l'apporteur de capital-risque complète la connaissance approfondie de la technologie ou du modèle qu'a le chef d'entreprise et améliore la capacité d'analyse comparative. L'expérience de la société de capital-risque aide les entreprises ayant des idées nouvelles (surtout les jeunes pousses qui manquent d'expérience) à s'implanter sur le marché et à développer leurs contacts commerciaux (Del Colle *et al.*, 2006).

57. Indépendamment des conseils financiers et stratégiques qu'ils donnent, les investisseurs actifs peuvent aider les entreprises dans lesquelles ils investissent d'autres manières, par exemple pour l'établissement d'une équipe de gestion et la structuration d'incitations pour les dirigeants, au moyen d'options sur titres et d'autres systèmes d'intéressement (Botazzi *et al.*, 2004). L'apporteur de capital-risque est lié à diverses mesures de professionnalisation telles que les politiques des ressources humaines, la conception des systèmes de rémunération des salariés, l'adoption de plans d'options sur titres,

la mise en œuvre de systèmes d'information et de systèmes comptables. Lorsque les sociétés de capital-risque aident à la professionnalisation de leurs entreprises, elles s'occupent non seulement du recrutement de cadres de haut niveau mais elles participent aussi à la mise en place de toute l'équipe de direction, notamment au recrutement des responsables de la commercialisation et des ventes (Hellmann et Puri, 2002). De fait, les entreprises adossées à du capital-risque recourent davantage à des contacts d'affaires pour le recrutement, surtout pour les recrutements de cadres tels que les responsables commerciaux ou marketing ou pour les recrutements de personnel administratif et de direction. Les apporteurs de capital-risque influent aussi sur le calendrier des principaux événements de professionnalisation dans l'entreprise, par exemple en accélérant la mise en place de plans d'options sur titres. En résumé, la solution contractuelle aux problèmes de gouvernement d'entreprise dus à l'asymétrie de l'information passe par une étroite participation aux activités de l'entreprise.

***L'accès à l'information est essentiel pour permettre aux apporteurs de capital-risque de renforcer le processus de création de valeur***

58. Les sociétés de capital-risque recourent à plusieurs mécanismes différents de gouvernement d'entreprise tels que la rémunération fondée sur les performances, le contrôle du conseil d'administration et des droits de vote et les droits de liquidation pour contrôler et motiver le chef d'entreprise afin de surmonter les problèmes d'asymétrie de l'information et de risque subjectif. Ils établissent des dispositions contractuelles afin d'assurer l'arbitrage désiré entre les incitations et le contrôle. Les apporteurs de capital-risque renoncent habituellement aux droits supérieurs de contrôle, de vote et de liquidation associés à leurs titres si l'entreprise atteint un niveau souhaité de performances. Les différents droits de contrôle et droits en termes de trésorerie passent de la société de capital-risque au chef d'entreprise à différents niveaux de performances. Si l'entreprise n'arrive pas aux résultats requis, la société de capital-risque conserve les droits de contrôle supérieurs. Avec des résultats meilleurs, le chef d'entreprise obtient davantage de droits de contrôle et de droits en termes de trésorerie. Cela constitue pour lui une incitation à accroître la valeur de son entreprise et c'est une solution au problème d'agence qui surgit même dans ces entreprises.

59. Les clauses des accords en matière d'investissement étant adaptées à l'entreprise financée par le capital-risque et dépendant du degré d'intervention de la société de capital-risque, les accords relatifs aux droits financiers et aux droits de contrôle sont très divers. Les droits financiers sont fonction de la capacité des dirigeants de satisfaire à tous les critères de performances et d'échéances ou aux mesures de circonstance. Les droits de contrôle permettent à la société de capital-risque de participer aux principales décisions du chef d'entreprise. Les droits financiers, les droits de contrôle et le financement futur dépendent souvent de mesures observables des résultats financiers et non financiers.

60. Les contrats des sociétés de capital-risque contiennent souvent des clauses de convertibilité (actions privilégiée convertible), des dispositions relatives au désengagement, la possibilité d'élire les membres du conseil d'administration, d'imposer des clauses de non-concurrence à l'égard du chef d'entreprise et des accords de confidentialité afin de prendre le plein contrôle de l'entreprise si les résultats sont très mauvais. Les sociétés capital-risque font usage de droits antidilution, de mesures de circonstance ou de calendriers d'exécution et de clauses d'acquisition afin d'accroître la sensibilité aux performances des droits de l'entrepreneur en termes de trésorerie (Kaplan *et al.*, 2004). Des dispositions contractuelles telles que les clauses d'acquisition et de non-concurrence améliorent le pouvoir de négociation de la société de capital-risque si les chefs d'entreprise tentent de « retenir » l'entreprise (Kaplan et Stromberg, 2000). La représentation au conseil d'administration donne aux représentants de la société de capital-risque un pouvoir de veto sur certaines décisions importantes (Hellmann, 1998) touchant les activités de l'entreprise, comme les acquisitions majeures de capital, les réorientations stratégiques, les acquisitions et abandons d'activité, la nomination des directeurs et des vérificateurs des comptes et les emprunts additionnels. Les contrats des sociétés de capital-risque mélangent souvent les fonds propres et les fonds d'emprunt, ce qui leur donne des droits supplémentaires surtout dans le cas de risques à la baisse. Les

investisseurs passifs qui laissent habituellement les dirigeants gérer l'entreprise et ne demandent pas un siège au conseil d'administration ou un plus large accès à l'information peuvent adopter une stratégie plus active en périodes de crise lorsque les objectifs ne sont pas atteints, que l'entreprise ne peut pas honorer ses paiements ou se heurte à d'autres types de difficultés.

61. La représentation au conseil d'administration donne aux apporteurs de capital-risque le droit de contrôler les décisions de l'entreprise, mais cela peut aussi servir à accéder à ses secrets d'affaires et, par conséquent, à la connaissance de ses actifs intellectuels. La plupart des programmes de capital-risque des grandes entreprises étant stratégiquement destinés à donner à la société de capital-risque une fenêtre sur la technologie, ces sociétés de placement obtiennent souvent des sièges au conseil d'administration, ou du moins des droits d'observateur auprès du conseil, ce qui leur permet d'avoir connaissance des principales activités et technologies des entreprises.<sup>43</sup> A travers ces mécanismes, les entreprises en place qui investissent dans des entreprises à risque peuvent accroître la masse de connaissances à laquelle elles obtiennent accès et, en fin de compte, créer davantage de valeur. Une étude portant sur 91 entreprises à risques aux Etats-Unis qui opéraient principalement dans les secteurs de l'informatique et la communication à la fin des années 90 révèle que, dans 31 % des cas, la société de placement détenait un siège au conseil d'administration et que, dans 40 % des cas, elle avait un droit d'observateur (Maula, 2001). Ces résultats trouvent un écho dans une récente enquête sur les pratiques européennes en matière de capital-risque (Botazzi *et al.*, 2004).

62. Les sociétés de capital-risque instituent aussi des dispositifs propres aux entreprises afin d'encourager et de canaliser l'apprentissage auprès des entreprises à risque. Dushnisky et Lenox (2006) indiquent que Sony Corporation a créé deux fonctions distinctes et parallèles responsables du transfert de connaissances entre les entreprises dans lesquelles des capitaux sont engagés et la société de capital-risque. Outre l'obtention de sièges au conseil d'administration pour son groupe d'investissement en capital-risque (Sony Strategic Venture Investment), les divisions de Sony ont établi des liaisons directes avec les entreprises à risques. L'objectif précisé était de se familiariser avec la technologie de la société dans laquelle des capitaux ont été investis et de rechercher des fournisseurs. Ces structures et processus visent à renforcer les interactions entre le personnel de l'entreprise, d'absorber les flux d'informations et, finalement, de permettre d'apprendre et de transférer du savoir.

63. Même sans représentation au conseil d'administration, les apporteurs de capital-risque peuvent avoir connaissance des actifs intellectuels et des secrets d'affaires de l'entreprise qu'ils financent avant d'investir, grâce aux mesures de contrôle préalable, et après avoir investi, du fait qu'elles tentent de suivre leur placement. De fait, les entreprises à la recherche d'un financement extérieur sont souvent obligées de divulguer une grande masse d'informations au sujet de leur technologie. Les investisseurs collectent des informations avant de décider s'ils vont investir, afin de trier *ex ante* les projets non rentables et les chefs d'entreprise qui manquent de dynamisme, et aussi une fois que le projet est en cours, afin de suivre leur placement. Au cours de la procédure de vérification préalable, les entreprises doivent communiquer aux investisseurs des informations stratégiques sur ce qu'elles considèrent comme les facteurs décisifs pour leur réussite ainsi que leurs indicateurs de performances (ventes quotidiennes pour les détaillants, niveau des stocks pour les fabricants, rotation du personnel pour les entreprises de services, par exemple). Les entreprises adossées à du capital-risque qui craignent que la société de capital-risque n'exploite leurs idées

---

43. Parmi les avantages stratégiques potentiels de l'investissement dans de nouvelles entreprises à risque, on peut citer le fait qu'une entreprise peut être en mesure de créer une demande pour ses technologies en aidant à développer de nouvelles entreprises qui fournissent des produits et services complémentaires. Ces complémentarités sont courantes en présence d'externalités liées à la demande, par exemple des applications de logiciels à utiliser avec les systèmes d'exploitation Palm ou les jeux développés par SonyPlayStationII. Dushnitsky (2004) observe, dans la même ligne, que la probabilité d'un investissement dans une entreprise innovante augmente avec le degré de complémentarité entre l'entreprise et l'entreprise à risque.



vont à leur tour prendre davantage de brevets. Même si les investisseurs potentiels signent des accords de non-divulgateur, il existe quand même une réelle possibilité que les idées du chef d'entreprise soient directement ou indirectement transférées à d'autres entreprises sans rémunération suffisante.

64. La communication ex post d'informations sur l'investissement est tout à fait propre à l'investisseur et à l'entreprise et fait aussi l'objet d'arrangements privés. Il y a des articles standards relatifs aux obligations en matière d'information mais leur contenu diffère d'une entreprise à l'autre. Afin que les sociétés de capital-risque suivent leurs investissements, les entreprises leur fournissent certaines mises à jour régulières concernant leur situation financière et leur budget et leur donnent un droit général de visite de l'entreprise et d'examen de ses livres comptables et de ses registres. Cela englobe parfois l'accès direct aux commissaires aux comptes et aux banquiers de l'entreprise. Ces obligations définies par contrat comprennent généralement la transmission en temps voulu des états financiers annuels vérifiés, des budgets annuels et des états financiers mensuels et trimestriels non vérifiés.

65. Afin de suivre leurs placements, les investisseurs en capital-risque non seulement demandent la communication plus régulière et plus formelle d'informations mais aussi fixent des étapes. Les sociétés de capital-risque imposent une discipline avec la communication d'informations et l'analyse des étapes franchies par l'entreprise en regard du parcours tracé. L'analyse est complétée par l'examen mensuel des grands indicateurs de performance par rapport aux étapes fixées. Si les sociétés de capital-risque prêtent une grande attention aux systèmes de mesure et aux indicateurs de performance, cela va au-delà de l'examen mensuel et englobe des mesures qui permettent d'envisager l'avenir, notamment de comprendre le comportement des clients ou de mesurer les résultats de l'entreprise dans un domaine connexe. Habituellement, ces mesures sont établies au cours du processus de vérifications préalables et sont mises en œuvre après l'investissement.

66. Au-delà de la fixation d'étapes pour suivre leur investissement et s'assurer que les objectifs sont atteints, les sociétés de capital-risque aident aussi les entreprises à repérer les signes de turbulences à venir de manière à éviter les pièges. Les signes de danger comprennent évidemment des indicateurs financiers, mais il y en a aussi d'autres, non financiers. Les plus souvent utilisés par les sociétés de capital-risque sont les flux de trésorerie, le niveau croissant des frais fixes, les contrats à prix fixe, le défaut de paiement des intérêts ou des dividendes mais aussi la communication d'informations inexactes ou hors des délais voulus sur la gestion, la rapide rotation du personnel occupant des postes clés, la dépendance à l'égard d'un trop petit nombre de clients ou de fournisseurs, le train de vie extravagant des hauts responsables, la gestion autocratique, le non-respect des engagements bancaires, la dégradation de la maîtrise du crédit, la surexpansion ou la perte du contrôle, et l'absence de réaction à l'évolution de la conjoncture. Les apporteurs de capital-risque peuvent s'appuyer sur des lignes directrices en matière de communication d'informations comme celles édictées par l'EVCA en 2000 et mises à jour en juin 2006 pour définir par contrat avec les dirigeants les procédures de communication d'informations et de suivi.

67. S'agissant de l'efficacité des dispositifs contractuels qui permettent aux sociétés de capital-risque de contrôler l'entreprise dans laquelle elles ont engagé des capitaux, de promouvoir la croissance et l'innovation et de renforcer le processus de création de valeur, les données d'observation montrent que certaines entreprises préfèrent rester privées. Les entreprises adossées à du capital-risque ont diverses options de désengagement (encadré 3) qui sont principalement la vente contractuelle ou la vente à une autre société de capital-risque, à une institution financière ou à une entreprise. Indépendamment des charges réglementaires de plus en plus lourdes sur le marché, les entreprises financées par du capital-risque peuvent préférer rester privées car cela permet aux dirigeants de centrer leur effort sur les affaires et de parler à un seul actionnaire au lieu d'un grand nombre. Cela accélère aussi la prise de décisions : lorsque les entreprises sont confrontées à une rapide évolution des conditions dans lesquelles elles opèrent, elles ont besoin de flexibilité pour mobiliser des ressources financières, ce qui est plus difficile sur le marché.

**Encadré 3. Les options de désengagement des sociétés de capital-risque ne passent généralement pas par l'introduction en Bourse**

Même si la sortie sur le marché des capitaux est traditionnellement considérée comme une sortie très réussie et prestigieuse pour les entreprises adossées à du capital-risque, la plupart des désengagements s'opère principalement par la vente à d'autres entreprises ou la vente à une autre société de capital-risque, même aux Etats-Unis. Les désengagements passant par le marché boursier ont représenté 10.8 % des investissements aux Etats-Unis en 2004, et 5.5 % en Europe. Une autre solution est la cession de l'entreprise à une autre société. En Europe, en 2005, plus de 40 % des désengagements se sont faits sous forme de ventes à d'autres sociétés (22.6 %) et de ventes à une autre société de capital-risque (18.4 %) (EVCA). Aux Etats-Unis, le NASDAQ a été longtemps une voie de sortie traditionnelle pour les nouvelles entreprises à forte intensité d'actifs intellectuels mais en raison du coût croissant d'inscription à la cote résultant de la mise en œuvre de la Loi Sarbanes-Oxley (environ 1 % de la capitalisation boursière), il y a moins de petites entreprises qui s'inscrivent au NASDAQ. De plus, depuis 2000, les marchés d'introduction en Bourse sont atones et cela a sans doute eu des répercussions sur le taux de sortie via les marchés d'actions.

Néanmoins, on note qu'aux Etats-Unis l'activité de capital-risque profite grandement d'un marché boursier étoffé et l'absence de marché boursier paneuropéen pour les petites entreprises de haute technologie est fréquemment citée comme facteur expliquant le taux relativement faible de désengagements sur le marché pour les entreprises européennes adossées à du capital-risque. D'aucun fait valoir que le cloisonnement des marchés boursiers en Europe se traduit par une moindre valorisation des entreprises du fait qu'il n'y a pas de masse critique d'entreprises paires. Da Rin et al. (2004) soulignent l'importance d'une option de désengagement sur le marché pour stimuler l'innovation de la part des entreprises financées par du capital-risque. Ils constatent que l'ouverture de « nouveaux » marchés d'actions ciblés sur les jeunes entreprises accroît l'investissement au cours des premiers stades de développement des entreprises et les investissements dans l'innovation de haute technologie.<sup>44</sup> Ils pensent que les stratégies qui prévalent, visant à stimuler les investissements d'amorçage et de haute technologie des sociétés de capital-risque en canalisant davantage de fonds dans ces sociétés, donnent de moins bons résultats que l'aide à la création de marchés boursiers s'adressant aux jeunes entreprises.

***Importance d'un cadre juridique favorable pour stimuler un marché d'investisseurs actifs en capital-risque***

68. Compte tenu des exigences particulières des investisseurs actifs, et plus particulièrement des sociétés de capital-risque, en matière de contrôle conditionnel et d'information, la flexibilité du système juridique est sans doute très importante. Le système juridique, tant pour l'investisseur que pour l'entreprise, touche les aspects contractuels et non contractuels de la relation de financement. Certains éléments des transactions concernant les pactes d'actionnaires, les conventions de vote, les restrictions de transfert et les droits de désengagement peuvent soit ne pas être réglementés soit être interdits en vertu du droit d'un pays et cela peut se traduire par des structures d'opérations compliquées, des coûts de transaction plus élevés et un profil de risque plus élevé, d'où un coût plus élevé des capitaux.<sup>45</sup> Les effets du système juridique se font sentir non seulement de façon directe, à travers les différents marchés et actions, mais aussi de façon plus générale, en influant sur la manière dont les intermédiaires financiers développent leurs propres compétences et capacités. Le système juridique a une incidence sur les incitations à fournir des services à valeur ajoutée tels que le conseil et le soutien, et à exercer la gouvernance (Botazzi *et al.*, 2005). La réussite du marché du capital-risque au Royaume-Uni pourrait résulter, selon certains, de la forme de commandite simple qui existe dans ce pays pour les entreprises de capital-risque et qui offre des avantages par rapport aux autres structures de financement.

44. Da Rin et al. (2004) utilisent un ratio de haute technologie défini comme étant le ratio des investissements dans la haute technologie par rapport au total des prises de participations privées et le ratio des investissements au cours des premiers stades de développement des entreprises par rapport au total des investissements en capital-risque. La haute technologie couvre les secteurs suivants : communications, informatique, autres domaines électroniques, biotechnologie, médecine et santé.

45. Comme en droit mexicain, par exemple, ces éléments d'une opération de capital-risque ne sont pas réglementés ou sont interdits, la Loi sur le marché des valeurs mobilières a introduit en 2005 un nouveau type de société, la *sociedad anonima promotora de inversion* (SAPI) pour les investissements en capital-risque.

69. Le développement d'un secteur paneuropéen du capital-risque est aussi limité, notamment par les formes juridiques de capitaux (Da Rin *et al.*, 2004). A peu près la moitié des pays ont une structure de commandite simple comme principale structure locale (ou une des principales structures locales) utilisée pour les prises de participation privées : le Royaume-Uni, l'Irlande, l'Allemagne, les Pays-Bas, la Suède, la Finlande, le Danemark et les Etats-Unis. La France, le Portugal et l'Italie ont des systèmes assez similaires qui ne sont ni des partenariats ni des sociétés. Même au sein de la classification générale « commandite simple », il n'y a pas de norme : au Royaume-Uni ou en Irlande, le commandite simple n'est pas une entité juridique. Cela signifie qu'un collecteur de fonds dans un pays ne peut pas supposer qu'un instrument local sera traité de la même façon partout en Europe puisque certains pays font une différence dans le traitement de la personnalité juridique et d'autres non.



## VIII. CONCLUSIONS

70. La concurrence oblige de nombreuses entreprises à accumuler des actifs intellectuels et à chercher à les utiliser efficacement afin de produire des innovations rentables. Ce processus permanent a des répercussions importantes sur la gestion, la conception des systèmes d'information et de contrôle, la supervision exercée par le conseil d'administration et la transparence à l'égard des actionnaires et des autres parties prenantes. Il ressort du rapport que de nombreuses entreprises éprouvent des difficultés à s'adapter à l'évolution de la situation. Les membres du conseil d'administration et parfois les dirigeants se déclarent mécontents des informations qui leur sont communiqués au sujet de l'utilisation efficace des actifs intellectuels (c'est-à-dire la création de valeur) et de nombreux investisseurs sont du même avis. C'est sur cette toile de fond que le rapport traite trois thèmes liés à cette question : que faut-il divulguer, et comment ? Quel type d'informations l'entreprise doit-elle produire ? Et comment ces informations peuvent-elles améliorer la gestion et l'exploitation des entreprises, notamment la gestion des risques ? Il peut y avoir un rôle à jouer pour des initiatives publiques ou privées afin d'améliorer le niveau de connaissances relatives au concept d'actifs intellectuels, à leur importance, ainsi qu'aux bonnes pratiques en matière de communication d'information sur les actifs intellectuels.

71. Même si l'on a consacré beaucoup de temps et d'efforts, au cours de la décennie écoulée, à débattre des réformes à apporter aux normes comptables de manière à incorporer dans le bilan une gamme plus étendue d'actifs, il ressort des entretiens menés avec un certain nombre de participants que tout cela n'a finalement mené à rien. Les états financiers ne peuvent et ne doivent pas être utilisés pour refléter la valeur d'une entreprise sur le marché. Il n'est guère surprenant qu'il y ait un grand écart entre la valeur d'une entreprise telle qu'elle apparaît dans le bilan et sa valorisation par le marché. Pour les entreprises cotées en Bourse, il s'agit de savoir si le processus de valorisation sur le marché est efficace et s'il est fondé sur des informations concrètes et fiables. Il semble y avoir dans tous les pays des possibilités considérables d'amélioration de l'efficacité du marché.

72. La concurrence incite déjà les entreprises à améliorer leurs pratiques de communication et de gestion en matière d'actifs intellectuels et de stratégies de création de valeur. Cela se fait habituellement par la publication de rapports d'activités détaillés. Lorsque les entreprises divulguent davantage d'informations au sujet de leurs actifs et de leurs facteurs de création de valeur (c'est-à-dire la façon dont elles rendent leurs actifs productifs et de haute valeur), elles sont récompensées par une meilleure valorisation par le marché. Cet effet est plus prononcé encore pour les petites entreprises qui ne sont pas suivies par les analystes financiers et ne bénéficient pas de publications sectorielles. On observe aussi que certains des principaux participants sur le marché consacrent d'importantes ressources à identifier les entreprises sous-évaluées à l'aide de diverses sources d'informations (c'est-à-dire l'approche en mosaïque), notamment des entretiens avec les dirigeants.

73. Il apparaît néanmoins que, dans certains secteurs et pays, et pour certains types d'entreprises, les solutions du marché se caractérisent par des retards et des frictions, notamment la lente diffusion des meilleures pratiques, ce qui laisse penser que les mesures publiques et/ou initiatives privées pourraient avoir un rôle à jouer. Particulièrement important est le soutien des autorités compétentes à la publication de rapports d'activités. Les données d'observation semblent indiquer que ces rapports peuvent constituer un cadre adapté pour une meilleure divulgation d'informations non financières et prospectives sur les facteurs de création de valeur de l'entreprise et sur ses principaux risques. Cependant, les investisseurs recherchent aussi, souvent, une comparabilité, ce qui laisse penser qu'il faut donner aux entreprises des directives sur la

meilleure façon de divulguer des informations sur leurs actifs intellectuels et sur les facteurs de création de valeur qui y sont associés, et qu'elles doivent utiliser un « langage commun ».

74. Même si l'on peut préconiser l'externalité de l'information pour assurer une certaine harmonisation, les études semblent indiquer que toute directive concernant l'amélioration de la divulgation d'informations sur les actifs intellectuels doit restée fondée sur des principes ou volontaire. Compte tenu du large éventail d'actifs intellectuels détenus par les entreprises au sein de différents secteurs, l'approche fondée sur les principes leur garantit une flexibilité pour la mise en application des lignes directrices et l'examen du contexte et des risques les concernant, puisque l'historique de création de valeur de chacune est unique. Une approche plus prescriptive se traduirait par des processus mécanisés et standard pour garantir le respect des règles au lieu de permettre aux entreprises d'élaborer des rapports détaillés, adaptés à leur cas particulier. Au fur et à mesure que l'on gagne de l'expérience, on peut encourager une plus grande harmonisation.

75. Il a été donné des orientations sous forme de rapports spécifiques sur les actifs intellectuels comportant des lignes directrices sur la gestion de ces actifs. L'expérience acquise avec ces rapports est encore très limitée dans un certain nombre de pays, mais les études semblent indiquer qu'ils profitent aux entreprises innovantes non cotées en Bourse pour ce qui est du financement de leurs projets de recherche et d'innovation, l'amélioration de la gestion de leurs actifs intellectuels, l'amélioration des décisions en matière d'affectation des ressources au niveau de l'entreprise et une meilleure gestion des risques. Les rapports sur les actifs intellectuels offrent une alternative aux entreprises non cotées qui n'ont pas l'obligation de communiquer des informations comme doivent le faire les entreprises cotées et ils permettent une flexibilité dans la discussion des moyens de créer de la valeur. Ces rapports et les efforts consentis par certains gouvernements pour les rendre publics pourraient aussi avoir un effet positif en accélérant la diffusion des meilleures pratiques, notamment du point de vue de la gestion des actifs et des risques.

76. Le développement des rapports sur les actifs intellectuels et l'intérêt accru porté à la communication d'informations détaillées ont aussi centré l'attention sur les indicateurs clés de performance, et les cadres dirigeants, les conseils d'administration et les investisseurs font l'objet de pressions pour fournir ces informations. L'élaboration d'indicateurs sectoriels spécifiques par le secteur privé semble être la solution la plus pertinente puisqu'elle peut intégrer secteur par secteur le rôle que jouent les divers actifs intellectuels selon les secteurs. Les stratégies d'affectation des ressources reposent souvent sur des comparaisons avec des entreprises pairs par les analystes, qui ont recours à un groupe donné d'indicateurs standardisés et clairs au sein d'un secteur – les dirigeants procèdent souvent de façon semblable. Les entreprises doivent peut-être publier un nombre réduit d'indicateurs significatifs pour favoriser une communication contextuelle et descriptive. Ces indicateurs auraient les caractéristiques suivantes : (i) ils seraient standardisés ; (ii) corrélés à un flux de revenu ; (iii) prospectifs ; et (iv) difficiles à manipuler légalement.

77. En matière d'établissement de rapports et d'indicateurs clés de performance, on note parfois une tendance, tant de la part du secteur privé que de la part des autorités, à ne pas suffisamment distinguer la communication d'informations sur les actifs intellectuels qui créent de la valeur avec l'information sur la Responsabilité Sociale de l'Entreprise. Il faut éviter cela. Dans certaines lignes directrices relatives à la Responsabilités Sociale des Entreprises, par exemple, les dépenses de formation dans l'entreprise sont considérées comme des indicateurs clés de performance, mais si ces dépenses sont intéressantes du point de vue des relations professionnelles, elles ne contribuent guère à faire comprendre comme l'actif doit être utilisé pour créer de la valeur. Création de valeur, il serait plus utile de les incorporer dans le contexte des rapports d'activités lorsque leur rôle dans le processus de création de valeur peut être expliqué et évalué.

78. Les entreprises à forte intensité d'actifs intellectuels présentent des risques propres à leurs activités et cela peut avoir une incidence majeure sur la valeur de l'entreprise en question et, par conséquent, cela doit faire partie des informations divulguées. Ces entreprises sont confrontées à des risques accrus du fait que les cycles d'innovation sont variables et qu'elles doivent opérer des investissements considérables. Les risques doivent être identifiés et évalués, puis gérés et atténués par la mise en œuvre d'un puissant système de contrôle interne. Selon certains, la communication d'informations sur les actifs intellectuels pourrait être développée davantage afin d'encourager la réflexion au sujet des systèmes de contrôle interne, construits autour des normes existantes.

79. Les petites entreprises à forte intensité d'actifs intellectuels qui sont inscrites à la cote sont confrontées à un défi particulier du fait qu'elles ne retiennent guère l'attention des analystes. On constate que le manque d'études portant sur ces entreprises a une incidence sur leur valorisation, sur leur liquidité et, en fin de compte, sur leur croissance. Les petites entreprises cotées en Bourse peuvent atténuer le problème du manque d'attention des analystes en adoptant une attitude proactive en matière de communication d'informations et cela peut aussi encourager les analystes à s'intéresser à elles. L'existence de segments spéciaux des marchés boursiers pourrait aussi améliorer les relations entre les investisseurs et les entreprises et, ainsi, étayer la valorisation, l'innovation et la croissance.

80. Les observations faites semblent indiquer que le gouvernement d'entreprise des entreprises privées adossées à du capital-risque est efficace du point de vue de l'utilisation des actifs intellectuels comme facteurs de croissance et d'innovation, mais l'activité du capital-risque reste sous-développée et passive dans de nombreux pays. L'importance réelle du capital-risque est qu'il constitue une ressource essentielle en capital humain (expérience, compétences dans les affaires, réseaux, par exemple) pour réaliser de la valeur à partir d'un nouveau modèle d'entreprise ou d'une nouvelle technologie. L'asymétrie de l'information entre les entreprises financées par du capital-risque et leurs investisseurs est résolue par des dispositifs contractuels comportant des obligations générales en matière de communication d'informations et des droits de contrôle spécifiques qui sont définis par contrat. Il est nécessaire, dans certains pays, de promouvoir des cadres juridiques faciles favorables afin de stimuler l'activité dans le secteur du capital-risque. La plupart des mécanismes de gouvernement d'entreprise établis par des investisseurs actifs en capital-risque ne peuvent pas être reproduits pour les entreprises cotées en Bourse. Cependant, les systèmes d'information utilisés dans les entreprises adossées à du capital-risque qui incorporent des systèmes de mesure et des indicateurs de performances pourraient être utilisés par les entreprises cotées afin d'améliorer la supervision de la prise de décisions stratégiques et des risques par les conseils d'administration.

81. En résumé, le développement des entreprises à forte intensité d'actifs intellectuels et le fait qu'elles sont axées sur l'innovation posent un certain nombre de problèmes allant de la communication d'informations et du contrôle interne à la gestion des risques et au fonctionnement des conseils d'administration. Ces problèmes ne concernent pas seulement un petit nombre d'entreprises de haute technologie mais aussi un ensemble beaucoup plus vaste d'entreprises qui ont été forcées de passer à des activités à plus haute valeur ajoutée (et, partant, à utiliser davantage d'actifs intellectuels) pour faire face à la concurrence. Il ressort toutefois des données d'observation que la fourchette de notation des entreprises en fonction de leurs pratiques de gestion et d'exploitation est extraordinairement large entre les bonnes et les mauvaises. Pour les meilleures entreprises, les marchés fonctionnent très bien et il existe de puissantes incitations à améliorer la transparence, la gestion des risques etc. D'autres devront soit quitter le marché, soit survivront pour d'autres raisons que les succès commerciaux, ce qui affaiblit habituellement la croissance dans l'économie. Dans l'un et l'autre cas, se pose la question de savoir comment faire pour diffuser au mieux les bonnes pratiques, une question encore plus importante maintenant du fait d'une concurrence mondiale accrue.





## BIBLIOGRAPHIE

- Barnett, B. (2003), "Corporate Disclosure Practices and Stock Price Performance", London Business School.
- Bloom, N. et J. Van Reenen (2005), *Management Matters*, Centre for Economic Performance, London School of Economics.
- Bottazzi, L., M. Da Rin et T. Hellmann (2005), "Active Financial Intermediation: Evidence on the Role of Organizational Specialization and Human Capital", *ECGI Working Paper 49/2004*.
- Bose, S. et K.B. Oh (2004), "Measuring strategic value-drivers for managing Intellectual Capital", *The Learning Organization*, Vol.11, N°4/5.
- BVCA (2005), *Private Equity- a UK Success Story*, BVCA.
- Corrado, C., C. Hulten et D. Sichel (2005), "Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework", in *Measuring Capital in the New Economy*, edited by C. Corrado, J. Haltiwanger and D. Sichel, National Bureau of Economic Research Studies in Income and Wealth, Volume 65, pp.11-45, The University of Chicago Press, Chicago et Londres.
- Corrado, C. Hulten, C. et D. Sichel (2006), "The Contribution of Intangible Investments to US Economic Growth: A Sources-of-growth Analysis", *NBER Working Paper 11948*.
- Darby, M., Q. Liu et L. Zucker (1999), "Stakes and Stars: The Effect of Intellectual Human Capital on the Level and Variability of High Tech Firms' Market Values", *NBER Working Paper*, 7201.
- Da Rin, M., G. Nicodano et A. Sembenelli (2004), "Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets", *RICAFE Working Paper*, 013.
- Del Colle D.M., P. Finaldi Russo and A. Generale (2006), "The Causes and Consequences of Venture Capital Financing. An Analysis Based on a Sample of Italian Firms", *Banca d'Italia Working Paper*, 584.
- Deloitte et EIU (2004), "In the Dark. What Boards and Executives Don't Know about the Health of Their Businesses", available at [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)
- Dushnitsky, G. (2004) "Limitations to Inter-organizational Knowledge acquisition: The Paradox of Corporate Venture Capital." Best Paper Proceedings of the 2004 Academy of Management Conference New Orleans, LA .
- Dushnitsky, G. et M.J. Lenox (2005), "Corporate Venture Capital and Incumbent Firm Innovation Rates." *Research Policy* , Vol.34, N°5
- Dushnitsky, G. et M.J. Lenox (2006), "When does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?", *Journal of Business Venturing*, Vol.21, N°6.

EVCA (2002), *Survey of the Economic and Social Impact of venture Capital in Europe*, EVCA, juin 2002.

EVCA (2003), *EVCA Barometer*, EVCA, octobre 2003.

EVCA (2004), *Corporate Venturing 2004- European Activity Report*, EVCA.

Gawer, A. et M. Cusumano (2002), *Platform Leadership: How Intel, Palm, Cisco and others drive industry innovation*, Harvard Business School Press.

Gompers, P., A. Kovner, J. Lerner et D. Scharfstein (2005), "Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets", *NBER Working Paper*, 11385.

Hall, B. et R. Oriani (2004), "Does the Market Value R&D Investment by European Firms? Evidence from a Panel of Manufacturing Firms in France, Germany and Italy", *NBER Working Paper*, 10408.

Hellmann, T. (1998), "The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts", *Rand Journal of Economics*, Vol.29, N°1.

Hellmann, T. et M. Puri (2000), "The Interaction Between Product Marketing and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", *The Review of Financial Studies*, Vol.13, N°4.

Hellmann, T. et M. Puri (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms", *Journal of Finance*, Vol.57.

Holland, J. (2002), "Fund Management, Intellectual Capital, Intangibles and Private Disclosure", *Department of Accounting and Finance, Université de Glasgow, Working Paper*, 2002/4.

Holland, J. (2004b), "Fund management, Corporate performance and Intellectual Capital", P467-474, Actes de la 4<sup>e</sup> Conférence internationale sur le thème "Performance Measurement and Management", Edinbourg.

Jaruzelski, B., K. Dehoff et R. Bordia (2005), "The Booz Allen Hamilton Global Innovation 1000: Money isn't everything", *Strategy and Business*, 41, Hiver 2005.

Kaplan, S.N. et P. Strömberg (2000), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *NBER Working Paper*, 7660.

Kaplan, S.N., F.Martel et P. Strömberg (2004), "How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?", *NBER Working Paper*, 10097.

Kortum S. et J. Lerner (1998), "Does Venture Capital Spur innovation?", *NBER Working Paper*, 6846.

Lev, B. (2002), *Communicating Knowledge Capabilities*, disponible à l'adresse <http://pages.stern.nyu.edu/~blev/communicating.doc>.

Lev, B. et Daum (2004), "The Dominance of Intangible Assets: Consequences for Enterprise management and Corporate Reporting", *Measuring Business Excellence*, Vol.8..

Maula, M.V.J. (2001), *Corporate Venture Capital and the Value-Added for Technology-based New Firms*, Conférence à l'occasion de la remise du prix Heizer de la meilleure étude sur le développement des nouvelles entreprises, Academy of Management, 2002.

Nesta, L. et P. Saviotti (2006), "Firm knowledge and market value in biotechnology", *Industrial and Corporate Change*, Vol.15, N°4.

NVCA (2004), *Venture Impact 2004*, NVCA.

OCDE (2004b), « Promouvoir l'innovation dans les services », Chapitre 4 in *OECD Science, Technologie et Industrie, Perspectives de l'OCDE, 2004*, OCDE, Paris.

Ordonez de Pablos, P. (2005), "Intellectual Capital Accounts: what pioneering firms from Asia and Europe are doing now", *International Journal of Knowledge and Learning*, Vol.1, N°3.

PricewaterhouseCoopers (2005), *Trends 2005: Good Practices in Corporate Reporting*