
2017

Septembre

LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 34

- Actualités -

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des
Professions Financières (CPF)

CPF

6 avenue Mac Mahon - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Président du comité de rédaction

Jean-Pierre MAUREAU

Responsables de la publication

Guerric THOUVENIN

g.thouvenin@professionsfinancieres.com

* *

*

SOMMAIRE

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS.....	Page 1
<i>« Les Retraites face aux défis démographiques et à l'insuffisance de financement à long terme »</i>	
Ernest BERTHET.....	Page 3
<i>« LISTE DES DIFFÉRENTES CAISSES DE RETRAITES FRANÇAISES »</i>	
CNAV.....	Page 8
<i>« Notes de lecture sur la philosophie d'investissement de David Swensen »</i>	
Claudio ARENAS SANGUINETTI.....	Page 11
<i>« L'Avenir des Marchés financiers »</i>	
Jean-Jacques PERQUEL.....	Page 18
<i>« L'importance du capital immatériel comme facteur de création de valeur »</i>	
Carole ABBEY.....	Page 27

SOMMAIRE

Jean-Pierre MAUREAU, *Président des Cahiers du Centre, Président du CILT*

J'espère que vous avez passé un bel été. Pour préparer cette rentrée qui s'annonce chargée, je vous propose de partager quelques études et réflexions dans l'actualité.

- ❖ Ernest BERTHET, Directeur Général Honoraire du Sénat et Président du Groupe « Recherches académiques et Partenariat » du CILT, aborde très directement un sujet qu'il connaît particulièrement bien, celui des retraites en France, il souligne la nécessité de mettre en place rapidement des réformes réalistes et crédibles. Chacun en mesure la nécessité pour l'équilibre et la pérennité du système. (p3 à p7)
- ❖ Dans le numéro 32 nous avons publié un glossaire réalisé par la Cour des Comptes afin de définir les termes employés par les acteurs professionnels de la Retraite en France. Dans le même esprit, et, pour présenter de la manière la plus factuelle ces mêmes acteurs de la Retraite, nous publions aujourd'hui la liste des différentes caisses françaises des régimes obligatoires, complémentaires et supplémentaires, telle que la CNAV les présente à titre indicatif dans une étude récente. (p8 à p10)
- ❖ Claudio ARENAS SANGUINETTI nous donne ses notes de lecture sur la philosophie d'investissement de David SWENSEN, l'emblématique gérant du fonds de dotation de l'Université de YALE dont la stratégie, basée sur des principes simples et de bon sens, s'appuie sur des modes opératoires particulièrement stables. Ses résultats, impressionnants sur la durée, en font une référence mondialement reconnue. (p11 à p17)
- ❖ Jean-Jacques PERQUEL, Président, entre autre, du Groupe « Finance », scrute l'avenir des marchés financiers au regard des nouvelles techniques développées sur le marché des actions, des obligations, des produits dérivés...Son analyse porte aussi sur le développement du rôle des nouveaux acteurs : Hedges Funds, ETF... Elle le conduit à une réflexion sur les contrôles et, dans certains cas, sur leur utilité réelle. (p18 à p26)
- ❖ Carole ABBEY, Caisse des Dépôts et membre du « Bureau de l'Observatoire de l'Immatériel », nous autorise à publier le texte de la conférence du mois de mai dernier, organisée par l'Académie de Comptabilité et le Groupe des Normes Comptables sur l'importance du capital immatériel comme facteur de la création des valeurs. (p27 à p42)

Bonne lecture

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :
www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :
Centre des Professions Financières
6 avenue Mac Mahon, 75017 Paris

Contact :
contact@professionsfinancieres.com
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Ernest BERTHET, *Directeur Général Honoraire du Sénat*

et Président du Groupe « Recherches académiques et Partenariat » du CILT

« Les Retraites face aux défis démographiques et à l'insuffisance de financement à long terme »

Les campagnes présidentielle et législative se sont achevées, les candidats ont égrené sur le thème de la protection sociale des propositions démagogiques (retraite à 60 ans, remise en cause du besoin de financement, etc....) ou ont envisagé de simples ajustements (régime de base unique par points).

Aucun n'a évoqué l'évolution à long terme de ces régimes sous l'effet de la démographie, de l'absence des structures de financement et du nécessaire développement des réserves financières.

Une France optimiste ou « heureuse » ne serait-elle pas plutôt une population qui sait que la préoccupation et que les objectifs fixés par les plus hautes autorités politiques permettraient non seulement de préserver les acquis à moyen terme, mais surtout de répondre à l'inquiétude légitime des générations montantes (jeunes et actifs) de ne pouvoir partager les fruits d'une véritable politique sociale intergénérationnelle.

Le Président référent de la Ve République ne disait-il pas qu'« il n'y a pas de politique qui vaille qui ne se fonde sur la réalité ». Sur ces bases, le courage politique n'a pas d'horizon.

I. La tragédie des horizons : des projections démographiques alarmantes

La réalité anticipée doit beaucoup aux travaux et à l'apport des démographes.

Après Alfred SAUVY, dont on peut dire que les prévisions se sont avérées très pertinentes, Jacques de LAROSIERE, dans un ouvrage récent intitulé « Les lames de fond se rapprochent » décrit le monde à venir. Le professeur Gérard-François DUMONT souligne l'impérieuse nécessité de cette « boule de cristal » scientifique.

Dans le même temps, le Conseil d'Orientation des Retraites (C.O.R.) développe un certain nombre de recherches et d'anticipations dans le cadre de « commandes » des pouvoirs publics. Les critères retenus sont essentiellement des moyennes historiques ou des données préétablies par commanditaires (niveau de chômage, inflation, etc...). Bien qu'il dispose d'études en ce sens (OCDE, Commission européenne, INSEE, etc...), il semble ne pas pouvoir ou vouloir incorporer ces évolutions à long terme développées par les démographes.

Que disent les démographes : la fécondité du monde occidental s'effondre et le vieillissement des populations s'accélère. D'ici 2050, la population active de l'Union européenne baissera de 48 millions et sa population de retraités augmentera de 58 millions.

Ces phénomènes augmentent rapidement et il semble difficile, dans des économies déjà fragilisées, de trop les anticiper. Les passer sous silence serait en revanche irresponsable.

En 2050 on prévoit en Europe 74 retraités pour 100 actifs, soit plus du double d'aujourd'hui.

Si l'on veut maintenir un revenu de remplacement comparable à celui d'aujourd'hui (50%) dans un régime universel de base en répartition par points (évolution Macron), il faudrait quasiment doubler la cotisation de retraite.

Au-delà des effets du vieillissement sur l'Innovation et sur la Productivité qui vont rajouter aux difficultés des pays d'Europe, ce facteur démographique sera source de vives tensions intergénérationnelles et il faudra surveiller les effets de cette possible explosion sociale. Il est donc responsable de rendre le système de retraite français plus solide par une série de mesures dont on peut évoquer les premières pistes.

II. RETRAITES : Vers plus de rationalisation, vers une amélioration des structures de financement et vers une mobilisation des français pour une épargne retraite volontaire.

a) Rationaliser l'organisation des Retraites en France

Selon le tout récent rapport de la DREES, les pensions de vieillesse et de survie atteignent plus de 300 milliards d'euros et relèvent quasi exclusivement des régimes légaux obligatoires. Plus de 16 millions de personnes, vivant en France ou à l'étranger, perçoivent une pension de droit direct des régimes de retraite français

Notre nouveau Président de la République propose **de créer un régime unique de base par points**. Cette mesure de rationalisation et de justice va nécessiter une mise en place progressive et délicate, il faudra, semble-t-il, une dizaine d'années pour la réaliser. Elle apportera de la visibilité pour les français si épris d'égalité, des économies d'échelle et réduira les coûts de gestion. Elle pourrait, à l'exemple d'autres systèmes de base, produire quelques excédents qui permettraient un lissage des ressources par rapport aux besoins.

On peut imaginer, alors, que des régimes complémentaires seraient créés dans le secteur public et pour l'ensemble des régimes dits « uniques » avec une harmonisation des cotisations et le versement effectif par l'état employeur de sa part patronale ainsi qu'une harmonisation des éléments d'établissement des prestations servies. Tout avantage supplémentaire ferait l'objet d'un régime supplémentaire type 3^e pilier, équivalent pour la sphère publique, à l'épargne collective du privé (moyennes et grosses entreprises).

Pour les individuels, des mesures incitatives et contributives favoriserait l'éclosion de cet étage facultatif.

Une évolution dans ce sens éviterait que les français se déchirent sur des questions subalternes d'organisation afin de mieux affronter les véritables défis annoncés plus haut.

Il convient de souligner, ici, la restructuration des principaux régimes complémentaires du privé poursuivie ces dernières années avec la rationalisation de leur gestion et l'harmonisation de leur réglementation. Ce travail permet d'aborder avec plus de visibilité la question de l'équilibre à long terme de ces régimes et de démontrer que le paritarisme sait faire preuve de responsabilité. Il faut encourager les administrateurs (patronat et salariés) de ces régimes à continuer de s'investir dans les actions de retraite pour devenir des moteurs du développement des structures et moyens de financement.

En France, nous sommes souvent critiques vis-à-vis de nos institutions que certains pays nous envient voire qu'ils imitent ou reproduisent purement et simplement. Nous voudrions un régime unique et pourtant nous n'avons que 37 régimes qui ont démontrés leur capacité à s'adapter aux caractéristiques des métiers qu'ils gèrent alors qu'un pays comme la Suisse compte un peu moins de 2.000 caisses de pensions.

La plupart de nos régimes gèrent d'importantes catégories professionnelles dont les caractéristiques des ressources et les modalités d'emploi nécessitent la prise en compte de ces particularismes. Aussi, la volonté d'unification et d'harmonisation des retraites ne doit pas tendre à supprimer ces grandes branches (salaires privés, artisans, commerçants, professions libérales, professions agricoles, secteur public...). Le régime de base unitaire par points que souhaite, à raison, mettre en place le nouveau Président de la République, par souci d'égalité ne doit pas avoir pour effet de leur retirer de la gestion générale du poste retraite les cotisants de chaque caisse.

En effet, ces caisses complémentaires doivent maintenir le guichet unique qui favorise l'adhésion, l'information et la liquidation des droits de ses adhérents. En outre, ces caisses développent depuis de nombreuses années des actions d'épargne-retraite ou de protection sociale qui deviendront progressivement un élément important des revenus futurs de remplacement.

Rationaliser l'organisation des régimes favorisera, aussi, le développement des structures de financement.

b) Améliorer les structures de financement de la retraite

Selon les régimes, les ressources provenant des cotisations sociales représentent près de 90 % pour l'Ircantec, 70 % pour les professions libérales et moins de 40 % dans un certain nombre de régimes.

Le C.O.R. constate pourtant que de nombreux régimes ont accumulé des réserves afin de couvrir leurs besoins de Trésorerie à court terme, de faire face à leurs besoins de financement ou de piloter leurs engagements à moyen/long terme.

L'horizon d'épuisement des réserves est parfois éloigné (plus de dix années) dans certains régimes des professions libérales qui dégagent encore des excédents annuels. D'autres, plus

nombreux, puisent dans leurs réserves ou leurs produits et vont inéluctablement vers une disparition de cette sécurité. A défaut de réserves, certains redéfinissent les règles du régime à la marge, d'autres bénéficient de mécanismes de compensation voire de subvention d'équilibre.

L'ARRCO-AGIRC, qui dispose encore d'un « coussin de réserve » (+ de 64 milliards d'euros) pour 74 milliards d'allocations versées, a décidé de mettre en place à compter du 1^{er} janvier 2019 un pilotage pluriannuel pour fixer des seuils en matière de réserves.

Seul, pour l'instant, le tout jeune régime additionnel de la Fonction Publiques (RAFP) couvre à plus de 110 % (norme assez habituelle pour les fonds de pension) ses engagements et continuera à accroître ses réserves pendant les 25 prochaines années mais il devra faire face ensuite à la montée en puissance des droits de ses cotisants en cours de constitution.

Par ailleurs, le Fonds de Réserve des Retraites qui devrait accumuler et faire fructifier des réserves pour faire face aux besoins des Caisses à partir de 2020, a dû concourir dès 2011 au financement de la CADES réduisant ainsi pour grande partie son rôle initial et sa contribution éventuelle.

Dans ce paysage, la Caisse Nationale du Barreau Français (CNBF) fait figure de bon élève grâce à un rapport actif//retraité exceptionnel (4,5 actifs pour 1 retraité -droits propres et réservataires-) et assure disposer de réserves supérieures à 3 années de prestations.

La France a donc l'obligation d'engager une véritable réflexion pour la création de réserves non seulement liées à favoriser les équilibres actuels des Caisses, mais aussi afin de faire face aux chocs démographiques qui interviendront dans les 30 prochaines années. Le rôle d'une Caisse est de veiller à la conservation des droits de ses retraités mais aussi de faire face aux engagements futurs pour les actifs du régime.

Il est toutefois illusoire d'imaginer que, sans reprise économique durable, il sera facile de faire face à ces défis, aussi chaque français doit constituer une épargne retraite de précaution.

c) La nécessité de mobiliser chaque français et les pouvoirs publics pour un développement d'une épargne retraite supplémentaire.

Pour faire face aux perspectives d'évolution du revenu de remplacement constitué par leur retraite, les actifs devront impérativement engager une action d'épargne et auront le choix entre :

- Une épargne retraite collective ou individuelle encouragée par des abondements employeurs ou par des incitations fiscales pour les individuels ;
- Des dispositifs de l'Assurance Vie dont le statut devrait être cristallisé ;
- De l'acquisition immobilière à but locatif.

Mais, selon certains experts, le système des 3 piliers, inventé par la Banque Mondiale en 1994, n'est pas absent de critique. Les individus ne savent pas, en effet, comment prendre des décisions de gestion à long terme.

Ainsi, le développement de dispositifs collectifs ou individuels par les grandes branches (régimes complémentaires) permettrait aux adhérents de bénéficier d'un pilotage adapté à leur situation matérielle et à leur tranche d'âge.

Si l'épargne doit favoriser la solvabilité des ménages, elle doit aussi remplir pleinement l'objectif de disposer de revenus décents à la retraite.

Les incitations fiscales sont un moteur puissant pour les revenus supérieurs et intermédiaires mais il faudrait, comme en Allemagne mettre en place un dispositif d'abondement pour les faibles revenus.

Le niveau de couverture actuel du dispositif épargne-retraite en France s'étend au maximum sur 1/3 de la population active alors qu'en Allemagne il dépasse 50 %.

Une des raisons, Outre-Rhin, est l'avantage fiscal du dispositif Riester qui se traduit par une déduction du revenu imposable et d'une aide directe, sous forme de prime forfaitaire, dont peuvent bénéficier tous les souscripteurs. De ce fait, il y a une véritable incitation pour les classes modestes peu ou pas imposées (53 % de la population active en France ne paie pas d'impôt sur le revenu contre 35 % en Allemagne).

En France, seules les personnes imposables bénéficient d'une réduction d'impôt sur le revenu.

Il convient donc, d'une part de développer l'épargne salariale (intéressement et participation) dans le secteur public et d'autre part de mobiliser cette épargne au profit de PEE ou de PERCO en facilitant les placements en vue de la retraite.

En conséquence il faut, au sein des branches retraites complémentaires, généraliser l'offre de produits d'épargne retraite et développer les mesures incitatives qui éviteraient aux jeunes et aux actifs actuels de voir un revenu de remplacement fondre sous les coups des évolutions démographiques et sous l'effet de l'évolution rapide des métiers de demain qui risquent de fragiliser la population la moins formée.

*

* *

Ces lames de fond qui se rapprochent, liées à la nécessaire rationalisation de nos structures, au développement des financements et à la mobilisation vers plus d'épargne retraite volontaire montrent que nous ne sommes qu'au début du remodelage du paysage des retraites.

Un projet ambitieux tentant de limiter au maximum ces effets négatifs sur la protection de nos retraites serait seul en mesure d'apaiser la juste inquiétude des français.

CNAV

LISTE DES DIFFÉRENTES CAISSES DE RETRAITES FRANÇAISES (régimes obligatoires, complémentaires, supplémentaires)

Liste donnée à titre indicatif

Régimes de salariés

- Régime des salariés agricoles (CCMSA)

Régimes spéciaux de salariés

- Agents de l'Etat (fonctionnaires civils et militaires) = Service des retraites de l'état (SRE) et établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP).
- Banque de France (Caisse de réserve des employés de la Banque de France)
- Caisse Nationale de retraite des Industries électriques et gazières (CNIEG)
- Caisse Nationale de Retraite des Agents des Collectivités Locales (CNRACL)
- Caisse de Retraite et de Prévoyance des Clercs et Employés de Notaire (CRPCEN)
- Caisse Autonome Nationale de Sécurité Sociale dans les Mines (CANSSM)
- Caisse de retraite du personnel de la Régie Autonome des Transports Parisiens (CRPRATP)
- Caisse de prévoyance et de retraite du personnel de la Société Nationale des Chemins de Fer français (CPRPSNCF)
- Fonds Spécial des Pensions des Ouvriers des Etablissements Industriels de l'Etat (FSPOEIE)
- Etablissement National des Invalides de la Marine (ENIM)
- Régime de retraite des ministres des cultes d'Alsace-Moselle
- Régime des assemblées parlementaires et du conseil économique et social
- Régime de retraite du personnel du port autonome de STRASBOURG
- Caisse de Retraite des personnels de l'Opéra national de PARIS
- Caisse de retraite du personnel de la Comédie Française (CRPCF)
- Caisse Autonome Nationale de la Sécurité Sociale dans les Mines (pour son personnel - CANSSM)

Régimes des non-salariés

- Régime des exploitants agricoles (CCMSA)
- Régime social des indépendants (RSI)
- Caisse Nationale des Barreaux Français (CNBF)
- Caisse d'assurance vieillesse invalidité et maladie des cultes (CAVIMAC)

- Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales (CNAVPL) qui regroupe les caisses suivantes :
 - > CRN : Caisse de retraites des notaires
 - > CARMF : Caisse autonome de retraite des médecins de France
 - > CARCDSF : Caisse autonome de retraite des chirurgiens-dentistes et des sages-femmes
 - > CAVP : Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens
 - > CARPIMKO : Caisse autonome de retraite et de prévoyance des infirmiers, masseurs-kinésithérapeutes, pédicures-podologues, orthophonistes et orthoptistes.
 - > CARPV : Caisse autonome de retraite et de prévoyance des vétérinaires
 - > CAVAMAC : Caisse d'allocation vieillesse des agents généraux et des mandataires non-salariés de l'assurance et de la capitalisation
 - > CAVEC : Caisse d'allocation vieillesse des experts-comptables et des commissaires aux comptes
 - > CIPAV : Caisse interprofessionnelle de prévoyance et d'assurance vieillesse
 - > CAVOM : Caisse d'assurance vieillesse des officiers ministériels.

Le fonds de solidarité vieillesse

Le Service de l'Allocation de Solidarité aux Personnes Agées

Régimes en voie d'extinction

- SEITA
- Fonds spécial d'assurance vieillesse des chemins de fer secondaires (CAMR) - Imprimerie nationale
- Cantonniers de l'Isère (CANT-IS)
- Chemins de fer de l'Hérault (CFH-HER)
- Caisse de retraite du chemin de fer franco-éthiopien (CRCFE)
- Caisse de retraite des régies ferroviaires d'Outre-mer (CRRFOM)
- Régimes spéciaux des hôpitaux du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de Moselle
- Régimes spéciaux des communes de Moselle
- Régimes spéciaux des communes du Bas-Rhin
- Régimes spéciaux des communes du Haut-Rhin
- Régimes spéciaux des organismes de sécurité sociale du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de Moselle
- Autres régimes spéciaux du Haut-Rhin, du Bas-Rhin et de Moselle

Régimes complémentaires obligatoires de salariés

- Association générale des institutions de retraite des cadres (AGIRC)
- Association des régimes de retraite complémentaire (ARRCO)
- Institution de retraite complémentaire des agents non-titulaires de l'Etat et des Collectivités publiques (IRCANTEC)
- Institutions de retraite complémentaire « ordinaires » (IRC), dont :
 - > la caisse de retraite du personnel navigant professionnel de l'aéronautique civile (CRPNPAC)
 - > l'institution de retraite complémentaire de l'enseignement et de la création (IRCEC)

Les Régimes supplémentaires

1 - Les institutions régies par le Code de la sécurité sociale

- Les IRS (institutions de retraite supplémentaire) Article L.941-1 et suivants du Code de la sécurité sociale
- Les régimes de retraite supplémentaire déjà instaurés (sont destinés à disparaître progressivement)
- Les I.P. (Institutions de Prévoyance) du Code de la sécurité sociale et du Code rural à caractère paritaire - Article L.931-1 et suivants du CSS.
- Les Institutions de retraite complémentaire (régimes de retraite complémentaire interprofessionnels)

2 - Les mutuelles régies par le Code de la Mutualité

3 - Les sociétés d'assurance régies par le Code des assurances

- Les sociétés anonymes
- Les sociétés d'assurance mutuelle (= les sociétés mutuelles d'assurance et les sociétés à forme tontinière)

Claudio ARENAS SANGUINETTI

Notes de lecture sur la philosophie d'investissement de David Swensen

David Swensen, 62 ans, gère les \$25.4 milliards du fonds de dotation de l'université de Yale, un des plus grands des Etats-Unis. Dans une récente interview avec le NY Times (novembre 2016), il avouait aimer deux choses: réfléchir sur l'investissement et enseigner aux autres comment penser à l'investissement. *"Ce sont mes deux passions"*. Aucune université américaine n'a incubé autant de gérants de fonds que Yale. M. Swensen est une légende dans le monde exclusif des gérants de fonds de dotation. Il a radicalement changé la stratégie d'investissement du fonds de Yale, d'un portefeuille conservateur, mélange d'actions et obligations, vers un portefeuille diversifié avec des actifs immobiliers, private equity et venture capital, et autres actifs alternatifs. Très discret, M. Swensen est un des investisseurs les plus influents de sa génération puisque ses protégés gèrent la plupart des fondations: M.I.T., Stanford, l'Université de Pennsylvanie, Bowdoin, Wesleyan et Princeton, mais aussi la Rockefeller Foundation et l'Ewing Marion Kauffman Foundation, l'YMCA Retirement Fund et le Metropolitan Museum of Art. Le fonds de Yale possède un des meilleurs historiques de performance parmi les plus grands fonds de dotation: sur 20 ans, la performance annuelle de Yale est de 12.6% comparée aux 7.4% pour les portefeuilles diversifiés 60-40. Le fonds de dotation de Yale pourvoie 33% du budget, comparé à 10% en 1985, alors de \$1 milliard de dollars.

Les rendements sont importants et centraux, bien sûr, mais le *"track record"* d'un gérant (même s'il est bon) doit être confronté avec l'attitude et vérifier si les objectifs du gérant sont compatibles avec les objectifs de Yale. L'Université *"a près de 100 partenariats actifs"* avec des sociétés de gestion, souligne M. Swensen. *"La durée moyenne d'une relation professionnelle est de 13 ans. C'est une très longue durée. Il s'agit de partenariats et il est très important de savoir qui choisir."* *"Nous voulons des gérants intéressés dans l'amélioration des opérations comme un moyen de créer de la valeur, ce qui est le contraire de l'ingénierie financière."*

M. Swensen aime investir ensemble avec ses anciens analystes. En particulier, ces interactions peuvent réduire le risque de retraits résultant de la panique. *"Nous parlions récemment à un gérant qui subissait des retraits dans ses fonds parce qu'il avait une mauvaise année."* *"L'investisseur lui a dit: 'Vos résultats à cinq ans ne sont pas bons, nous vous retirons la gestion.' Il m'apparaît comme la chose la plus idiote que je n'aie jamais entendu,"* dit M. Swensen. *"Quand les gérants sont obligés de traiter avec des partenaires stupides, ils ne dépensent pas leur temps à choisir les meilleures sociétés pour investir,"* conclut-il.

M. Swensen n'a pas l'intention de modifier sa stratégie d'investissement, ou de se retirer. Il reste convaincu que sur le long terme la diversification est cruciale. *"Ce n'est pas une course de vitesse,"* dit-il. *"Je suis assez heureux avec nos résultats."*

Il a laissé sa trace dans un livre, *"Pioneering Portfolio Management"* (traduit par Maxima, *"Gestion de Portefeuilles Institutionnels"* en 2009) dont nous résumons ici les principales conclusions sur l'allocation d'actifs.

Les investisseurs qui obtiennent les meilleurs résultats possèdent des philosophies d'investissement appliquées avec cohérence à tous les aspects du processus de gestion de portefeuille. Ces principes ont démontré empiriquement leur pertinence et sont devenus des convictions professionnelles durables, fondées sur des certitudes quant aux moyens les plus efficaces de générer des rendements d'investissement afin d'atteindre les objectifs institutionnels.

Les rendements d'investissement sont déterminés par trois décisions clés: *l'allocation d'actifs*, les *anticipations de marché* et la *sélection des titres*. L'attitude de l'investisseur détermine l'importance relative de chaque aspect de la gestion de portefeuille, construisant des portefeuilles reflétant la contribution espérée de chacun des outils de gestion de portefeuille. **L'allocation d'actifs**, définit les catégories d'actifs acceptables et la proportion du capital qui va être allouée à chacune de ces catégories. Les règles qui régissent chaque institution établissent l'importance de chaque catégorie d'actifs dans le fonds.

Imaginez cependant un portefeuille exclusivement constitué d'une seule action achetée pour le long terme : son rendement proviendra en grande mesure de la sélection de cette action. Ou la stratégie qui consiste à négocier agressivement à court terme les futures sur obligations : les anticipations de marché dominent alors les rendements. **Les gestionnaires de portefeuilles institutionnels détiennent des portefeuilles largement diversifiés et évitent les anticipations de marché, laissant l'allocation d'actifs déterminer les résultats de l'investissement.**

En plaçant l'allocation d'actifs au centre du processus d'investissement, les investisseurs enracinent la prise de décision dans le fondement stable d'un comportement à long terme, reléguant les anticipations de marché et la sélection des titres à l'arrière-plan, réduisant le niveau de dépendance des résultats à des facteurs changeants et imprévisibles. **L'anticipation de marché** consiste à dévier à court terme de la cible que fixent les règles d'investissement à long terme. Un fonds qui a comme cible 50% d'actions et 50% d'obligations, peut opter pour une pondération tactique de 60% d'actions et 40% d'obligations. Le rendement résultant de la surpondération des actions et de la sous-pondération des obligations constitue la valeur ajoutée attribuée aux anticipations de marché. D'après Charles Ellis (consultant, fondateur de Greenwich Associates), « *Il n'existe aucune preuve qu'il y ait jamais eu d'institution possédant la capacité d'entrer régulièrement sur les marchés lorsqu'ils sont bas et d'en sortir lorsqu'ils sont hauts. Les tentatives d'arbitrage entre les actions et les obligations, ou entre les actions et les instruments monétaires, dans l'anticipation de mouvements de marché ont bien plus souvent échoué qu'elles n'ont réussi.* »

Agir avec les anticipations de marché augmente le profil de risque d'un portefeuille en surpondérant un actif risqué aux dépens d'un actif moins risqué. Les investisseurs sérieux évitent les anticipations de marché.

La **sélection des titres** est le résultat de la gestion active de chaque catégorie d'actifs. Si un gestionnaire reproduit fidèlement les marchés (gestion passive), il ne fait aucun pari actif. Si un portefeuille diffère de la composition générale du marché, la gestion active compte pour

une partie des résultats de l'investissement. La gestion passive convient à des marchés hautement efficaces, où la gestion active n'ajoute que peu ou pas de valeur. Les stratégies de gestion active conviennent aux marchés inefficaces où la sélection des titres fournit la principale source de rendement.

L'expérience et la théorie financière confirment que la détention d'actions produit des rendements supérieurs à la détention d'obligations. Les investisseurs cherchant à générer des rendements élevés se tournent naturellement vers des allocations substantielles en actions. Dans le même temps, les risques associés à la concentration des portefeuilles sur une seule catégorie d'actifs, poussent les acteurs prudents à diversifier l'exposition de leur portefeuille. Un penchant pour les actions et une diversification appropriée posent les fondations d'une construction solide de portefeuilles d'investissement. Les investisseurs acceptant l'illiquidité obtiennent un avantage significatif dans la recherche de rendements élevés ajustés du risque. Comme les intervenants sur les marchés paient le prix fort pour obtenir la liquidité, les investisseurs sérieux évitent les titres liquides survalorisés et acceptent des alternatives moins liquides.

1. L'ALLOCATION D'ACTIFS

Les investisseurs sensés penchent pour les actions, car le risque qu'ils prennent en les détenant est compensé par des rendements plus élevés à long terme. La théorie financière postule que l'acceptation d'un risque plus élevé entraîne des rendements espérés plus conséquents et les données historiques des marchés confirment cette conclusion théorique, comme le montre le tableau suivant qui retrace les performances sur 80 ans.

Catégorie d'actifs	Multiple
Inflation	11 fois
Bons du Trésor	18 fois
Obligations du Trésor	71 fois
Obligations privées	100 fois
Actions de grandes capitalisations	2.658 fois
Actions de petites capitalisations	13.706 fois

Source: Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book.

Le prix à payer pour les caractéristiques attractives des Bons du Trésor est un rendement extrêmement faible. Les obligations à long terme du Trésor ont un très haut niveau de solvabilité, mais ont un rendement réel très incertain. Ce risque plus élevé a été récompensé par des rendements plus conséquents mais pas significatifs pour une institution qui doit compenser l'inflation. En tant que créanciers non prioritaires, les détenteurs d'actions courent un risque plus grand que les détenteurs d'obligations et dans les cas extrêmes, lorsque les entreprises échouent, les actionnaires peuvent tout perdre. À cause de ce risque, les actions surperforment largement les obligations sur de longues périodes. Les avantages à long terme de la détention d'actions augmentent à mesure que l'on monte sur l'échelle du risque. Même si

les rendements futurs des actions puissent être moins élevés qu'ils l'ont été dans le passé, **les investisseurs à long terme tireront profit d'une préférence pour les actions.**

Une concentration significative sur une seule catégorie d'actifs met en grand péril les capitaux d'un portefeuille. La diversification fournit aux investisseurs un outil puissant de gestion du risque. En combinant des actifs dont les réactions aux forces de marché sont différentes, les investisseurs créent des portefeuilles plus efficaces.

Observons les multiples d'enrichissement des petites capitalisations pour la période qui a suivi le Grand Krach d'octobre 1929. De novembre 1928 à juin 1932, l'action des marchés a presque réduit à néant l'investissement de départ. Aucun investisseur privé ou institutionnel ne pourrait supporter un tel traumatisme. Comme les forces du marché transformaient les dollars en centimes, les investisseurs vendirent les petites caps, placèrent ce qui leur restait sur des Bons du Trésor, et jurèrent de ne jamais plus investir sur le marché actions. Bien sûr, vendre des actions en juin 1932 était précisément une réaction erronée. **Dix centimes investis dans des petites capitalisations au plus bas de la Grande Dépression auraient été multipliés par 137 000 au 31 décembre 2005.**

Pour une catégorie spécifique d'actifs l'espérance de rendements plus élevés est au prix d'une volatilité plus grande, mais la faible corrélation entre actifs individuellement risqués réduit le risque total du portefeuille. La diversification représente un « repas gratuit » qui permet aux investisseurs de réduire le risque sans sacrifier les rendements.

Une préférence pour les actions et une diversification appropriée donnent une base solide à l'établissement d'une politique d'allocation d'actifs. En répartissant les capitaux sur une palette variée de catégories d'actifs, les investisseurs diminuent le risque de dégâts importants causés par une exposition non diversifiée à un seul marché, et améliorent la probabilité de générer des rendements élevés avec un niveau de risque plus bas.

2. LES ANTICIPATIONS DE MARCHE

John Maynard Keynes, dans un mémoire au comité d'investissement du Kings College, écrit que « *l'idée de modifications brusques et globales du portefeuille est impraticable et en fait indésirable. La plupart de ceux qui s'y risquent, vendent trop tard et achètent trop tard, subissant des frais élevés et développant un état d'esprit trop instable et spéculatif* »¹. Les déviations volontaires par rapport aux objectifs d'investissement à long terme introduisent un risque substantiel dans le processus d'investissement.

L'anticipation de marché, défini comme un pari à court terme contre les objectifs de la politique à long terme, exige d'avoir raison à court terme par rapport à des facteurs impossible à prédire. Les investisseurs sensés évitent les paris forts contre l'allocation d'actifs

¹ John Maynard Keynes, "Memorandum for the Estates Committee, King's College, Cambridge, May 8, 1938." in Charles D. Ellis, ed., *Classics. An Investor's Anthology* (Homewood, Ill.: Business One Irwin in association with the Institute of Chartered Financial Analysts, 1989), 79–82.

adoptée par l'institution, éliminant ainsi le risque d'infliger de sérieux dommages à un portefeuille devenu incompatible avec les objectifs à long terme.

Un rééquilibrage fréquent des portefeuilles permet aux investisseurs de conserver un profil de risque constant et régulier, et d'exploiter les opportunités de plus-values générées par la volatilité excessive des cours. La génération de profits et le contrôle simultané du risque représentent une combinaison imbattable. Les investisseurs sérieux utilisent des stratégies de rééquilibrage pour s'en tenir aux objectifs de la politique d'allocation d'actifs.

3. LA SELECTION DES TITRES

Aucun marché ne cote en permanence les titres à leur juste valeur, mais la plupart des marchés cotent presque toujours les titres avec une efficacité raisonnable, fournissant peu d'opportunités de gains faciles. Les gestionnaires actifs sensés se tournent vers les marchés dont les cotations manquent d'efficacité, et évitent ceux qui sont correctement cotés.

Les gestionnaires opérant sur les marchés efficaces gravitent autour du benchmark, construisant des portefeuilles ne comportant que de faibles variations par rapport au marché, leur garantissant à la fois la médiocrité et la survie.

À l'inverse, les gestionnaires actifs sur des marchés moins efficaces affichent des résultats beaucoup plus variables. Les inefficiences de prix permettent aux gestionnaires les plus talentueux de réussir brillamment, alors que les gestionnaires sans talent affichent des résultats désespérément médiocres. Le travail de fond et l'intelligence récoltent d'abondantes plus-values dans un environnement où la meilleure information et la réactivité procurent un avantage.

Catégorie d'actifs	1 ^{er} quartile	Médiane	3 ^{ème} quartile	Ecart
Obligations américaines	7,4%	7,1%	6,9%	0,5%
Actions américaines	12,1	11,2	10,2	1,9
Actions internationales	10,5	9,0	6,5	4,0
Petites capitalisations américaines	16,1	14,0	11,3	4,8
Fonds à performance absolue	15,6	12,5	8,5	7,1
Immobilier	17,6	12,0	8,4	9,2
Opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier	13,3	8,0	-0,4	13,7
Capital-risque	28,7	-1,4	-14,5	43,2

Les gestionnaires sérieux qui tentent d'identifier des inefficiences gravitent souvent autour de marchés relativement peu liquides, car les investissements les plus lucratifs ont tendance à se situer dans les zones d'ombre et non sous le feu des projecteurs. Ces opportunités originales et cachées attirent peu l'attention des professionnels de la finance, qui opèrent sur des marchés générant de gros volumes de transactions. Les spéculateurs et les gestionnaires de

fonds paient une prime pour la liquidité, attendant des marchés qu'ils facilitent le renversement immédiat d'une transaction avec pas ou peu d'impact sur les cours.

Inversement, l'illiquidité induit un comportement à long terme approprié. Plutôt que de se reposer sur un marché liquide pour sortir rapidement d'une transaction perdante, les investisseurs sur des titres illiquides s'engagent à long terme, achetant une part significative d'une entreprise avec laquelle ils vont faire un bout de chemin. La minutie, la profondeur d'analyse et la discipline sont les signes distinctifs des investisseurs qui réussissent sur les marchés les moins liquides.

John Maynard Keynes argumente, dans *La Théorie Générale*, que « *de toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, doctrine qui fait un véritable devoir aux institutions de placement de concentrer leurs ressources sur des valeurs "liquides". Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement.* »²

Keynes a caressé l'idée de réduire la liquidité du marché pour augmenter la prédominance de l'investissement à long terme. Il écrit : « *Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tenté de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, les maux de notre époque pourraient en être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur celles-là seules.* »³

Sur les marchés cotés, lorsque des actions autrefois illiquides produisent des performances solides, leur liquidité augmente car le marché sait reconnaître leur progrès. À l'inverse, si des investissements en bourse, et donc liquides, échouent, l'illiquidité suit car l'intérêt des investisseurs diminue.

CONCLUSION

Les rendements des marchés proviennent de trois sources : l'allocation d'actifs, les anticipations de marché et la sélection des titres. Chacune de ces sources fournit un outil à l'investisseur afin de satisfaire aux objectifs de l'institution. Les investisseurs sensés utilisent les outils disponibles de façon cohérente, grâce à une philosophie d'investissement bien définie et soigneusement formulée.

Le comportement de l'investisseur fait que la politique d'allocation d'actifs domine la performance du portefeuille, car les institutions ont tendance à rester fidèles à des portefeuilles de titres cotés diversifiés. La création d'un portefeuille diversifié dans une large gamme de catégories d'actifs orientés sur les actions, qui réagissent de manière fondamentalement différente aux forces génératrices de profit, fournit le support essentiel au processus d'investissement.

² Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. (New York: Harcourt and Brace, 1964), 155. (traduction de Jean de Largenaye).

³ *Ibid.*, 160.

Les anticipations de marché conduisent les investisseurs à détenir des portefeuilles qui diffèrent des objectifs de la politique d'allocation, sabotant la capacité d'un fonds à atteindre ses objectifs à long terme. Souvent motivé par la peur ou par l'avidité, les anticipations de marché ont tendance à détériorer la performance d'un portefeuille. De nombreuses institutions pratiquent une forme implicite d'anticipations de marché en ne respectant pas les objectifs d'allocation d'actifs à long terme. Le contrôle du risque exige un rééquilibrage régulier, s'assurant ainsi que les portefeuilles reflètent les préférences des institutions.

La sélection active des titres joue un rôle prépondérant dans presque tous les programmes d'investissement institutionnels malgré les performances relatives médiocres affichées par l'écrasante majorité des investisseurs. Les gestionnaires de fonds augmentent leurs chances de réussite en se concentrant sur les marchés inefficients, qui présentent le choix d'opportunités le plus large. Le fait d'accepter l'illiquidité rapporte des rendements bien supérieurs à l'investisseur à long terme qui sait se montrer patient, et l'approche des marchés selon une orientation sur la valeur fournit une marge de sécurité. Même si les investisseurs appliquent des programmes de gestion active avec intelligence et prudence, l'efficacité des cours rend très difficile l'identification et l'implémentation de stratégies qui battent le marché. Dans la situation trop fréquente où les investisseurs pourchassent les performances élevées et abandonnent les faibles, leurs chances de battre le marché se réduisent spectaculairement. L'efficacité rationnelle des marchés et le comportement déraisonnable des investisseurs se combinent pour faire de la sélection des titres un jeu ardu.

L'Avenir des Marchés financiers

Jean-Jacques PERQUEL, *Président du Groupe « Finance »*

L'investissement nécessite un emploi de fonds. Les investisseurs peuvent les posséder au départ, les emprunter à d'autres particuliers, à des banques etc. Mais il existe une autre possibilité : répartir le capital ou les dettes en montants minimes. C'est de la « titrisation » avant la lettre. En France, pays de Droit, on distingue habituellement les Actions, représentatives d'un Droit de Propriété, et les Obligations, qui sont une Dette. En Angleterre on les analyse en fonction de leur usage. Ainsi Joan Robinson déclarait, dans les années 50, que la différence entre actions et obligations venait de la nature de leur rendement, l'un variable, l'autre fixe. C'était le cas autrefois avant que l'imagination des financiers ne tente de rapprocher les deux types majeurs de titres. Il y a une différence cependant pour l'utilisateur : l'emprunteur en Obligations doit les « rembourser » d'où la faveur française pour l'inflation qui « éponge » les dettes.

Ces produits classiques « titrisés » étaient accompagnés par des opérations spéculatives : marchés à terme avec la possibilité de « reports » et quelques « primes » pour des opérateurs désireux de limiter leurs risques (du moins pour les acheteurs). Or il existait à Chicago un marché très particulier celui des matières premières sur lequel les producteurs venaient couvrir leurs ventes futures par des opérations « à terme » et des « options ». Sanders a imaginé d'appliquer aux marchés traditionnels les techniques des marchés de Chicago et le Marché Financier s'est emparé des opérations à terme sur tous les produits qui jusqu'alors n'entraient pas dans ce Marché. Ainsi, le Marché Financier s'étend maintenant au secteur de l'« Assurance », par exemple vers des secteurs naturellement non financiers comme les risques de catastrophes naturelles ou d'anomalies climatiques.

Aussi peut-on définir à l'heure actuelle les Marchés Financiers comme l'ensemble des opérations non spéculatives émises à échéances plus ou moins longues (actions et obligations) et les opérations de protection de produits financiers (dits « produits dérivés »).

Aussi, pour définir l'avenir des Marchés Financiers, il nous faut analyser très succinctement les techniques des marchés modernes en partant des trois tendances actuelles assez contradictoires qui sont :

- a) La peur des organismes de contrôle d'un retour de crise. On essaie ainsi de limiter l'activité des marchés pour en réduire les Risques
- b) La déception du public à l'égard des Bourses. Elle s'explique par la baisse de rentabilité depuis 2000 (date approximative du début de la crise de longue durée que nous vivons actuellement). Les rendements des actions de la période 2000/2016 ont été de 1,7 % en France, 2,4% en Angleterre, 2,2% en Allemagne, 2,7% aux U.S.A. contre, respectivement pour la période 1900/2000 de 3,3 %, 5,5%, 3,3 %, et 6,4 %. Cela prouve, si la reprise actuelle se confirme dans le monde, que les Bourses devraient redevenir beaucoup plus attractives

- c) L'imagination des financiers qui assure un développement extraordinaire des activités de Marché (et bien entendu des « Risques ».)

I. Les nouvelles techniques des Marchés

A. Les Marchés « Actions » règlementés

Les Marchés traditionnels (actions) perdent peu à peu leurs « floors ». Le New York Stock Exchange (NYSE) est de plus en plus informatisé, même s'il garde encore quelques « pits » (corbeilles). Toutes les autres Bourses d'actions sont informatisées. Ainsi une grande partie de l'activité de New York se traite sur les écrans de sa filiale « New-York Arca ». La cotation sur écran permet de connaître les meilleurs cours demandés (Bids) et offerts (Asks). Cette situation était simple et efficace tant que les Bourses règlementées assuraient à peu près l'« unicité de cotation » (sauf « arbitrage international »). Mais cette situation a été considérablement compliquée par les réformes de 1970/1990 car on a créé des « Plateformes privées de négociation », les « Electronic Communication Network ECN » en français « Multilatéral Trading Facilities MTF ». La plus importante d'entre elles, BATS, est sans doute la 2ème Bourse Mondiale.

Bien entendu cette création de ces multibourses, inventées pour faire plaisir aux banques actionnaires, a obligé les Autorités Financières à devoir « protéger » les porteurs d'actions. Aussi a-t-on imaginé la règle de la « Best Execution ». Les intermédiaires doivent, grâce à leur système informatique, pouvoir opérer sur n'importe quel marché et obtenir les meilleures conditions possibles pour leurs clients. Mais il y a un grand nombre d'exceptions à cette règle (taille anormale d'un ordre par rapport aux quantités traitées par les Contrepartistes, opérations hors des horaires normaux des bourses, etc.).

Au nom, sans doute, de la « transparence », on a autorisé la création de « Dark Pools » marchés opaques dont les informations ne sont publiées qu'à posteriori. Toujours pour « protéger » les investisseurs, on laisse faire des opérations de « High Flying Trading HFT » en français « Flash Orders », ordres qui sont émis en quelques microsecondes (et souvent annulés presque en même temps). Ils représentent près de 50% de l'activité des Bourses Américaines et de 30 % de la Bourse de Paris. Ils sont souvent utilisés pour passer des ordres importants mais surtout ils permettent des pratiques à la limite de l'escroquerie (Stuffing amoncellement d'ordres pour empêcher d'autres opérateurs d'intervenir, layering ou manœuvre pour contrôler les cotations, etc.). Les Autorités s'en inquiètent quand même, et songent à prendre des mesures pour limiter les excès. Les marchés s'en émeuvent. Ainsi une nouvelle Bourse Règlementée « Investors Exchange IEX » traite ses ordres en 350 microsecondes pour empêcher les Flash Orders d'intervenir. Le NYSE songe actuellement à suivre cet exemple.

B. Les Marchés obligataires

En France la loi issue de la Commission Leca a cassé le Marché obligataire en réservant aux Institutionnels des « Blocs » de titres lors des émissions nouvelles. Le secteur obligataire de la bourse de Paris ne s'en est jamais relevé, car il n'est resté sur le marché que les ordres de rares clients privés (style la veuve de Carpentras).

Le développement du Marché obligataire s'est fait essentiellement de « gré à gré » (en Anglais « Over The Counter OTC »).

Même s'il reste à New-York une certaine activité de clientèle privée, la Bourse se heurte au même problème : le désir de réintégrer en Bourse les négociations obligataires. Aussi les Américains ont inventé un nouveau type de plateformes les « Swap Execution Facilities SEF » où s'échangent outre des obligations, des produits dérivés, etc. (tout ce qui fait partie du Marché Financier hors les Actions). La directive MIF II a repris cette idée en lançant des « Organised Trading Facilities OTF » qui ont exactement la même fonction.

Même si la société anglaise d'origine italienne « MTS » prétend avoir un chiffre de négociation journalière de plus de 100 Millions (toutes activités incluses), il n'empêche que la plus importante part des transactions obligataires se traite encore de Gré à Gré.

a) Les Produits Dérivés

Les Produits dérivés sont par essence des produits de « couverture » (matières premières, change, valeurs mobilières et enfin produits d'assurance). Mais les contrats doivent trouver des contreparties. Ce peuvent être des opérateurs pratiquant la même activité mais qui ont une vision inversée de l'avenir. Mais ce sont surtout des spéculateurs qui pratiquent des « allers et retours » très fréquents créant sur les Marchés une activité un peu factice.

Les opérations classiques « forwards » et « options » sont devenues de plus en plus complexes et représentent maintenant un montant de « position » qui, bon an mal an, tourne autour de 600 Trillions de Dollars. Les plus dangereuses de ces opérations sont les « Credit Default Swaps C.D.S » opérations faites pour garantir le remboursement de créances. Elles ont une position « brute » de près de 15 Trillions et « nette » de « seulement 2 à 3 trillions », si l'on admet, ce qui n'est pas toujours possible, que l'on peut compenser les opérations en sens inverse d'un même opérateur.

Aussi pour essayer de se prémunir contre le risque de faillites en chaîne si un grand établissement avait un « Incident de Parcours », les Autorités Financières ont proposé de faire transiter progressivement les produits dérivés sur des marchés règlementés. Mais cela suppose, si l'on n'exclut pas les émissions « souveraines » considérées comme « sans risque », un montant de couverture évalué à près de 4 trillions de Dollars, chiffre calculé par le Fonds monétaire international (F.M.I.).

Or, si les dettes des Etats sont considérées sans risque, elles sont cependant l'objet des plus fortes spéculations, car tout le monde est conscient des difficultés que peut rencontrer un

pays (il suffit de regarder sa Balance des Paiements). Ainsi les spéculations contre des monnaies peuvent se développer de plus en plus et les déséquilibrer complètement.

Quand on songe que George Soros a réussi à provoquer la dévaluation de la Livre sterling en 1992 sans avoir de C.D.S à sa disposition, on comprend les risques que vont courir les monnaies dès que des grands pays auront « un incident de parcours » et le risque est grand, dans ce cas, pour l'ensemble des Institutions Mondiales.

En effet, elles sont toutes liées sur le Marché des C.D.S Souverains, car c'est elles qui ont fait la contrepartie des achats des spéculateurs.

Le passage des dérivés les plus classiques par des « Chambres de Compensation » est tout à fait efficace en situation normale, mais très insuffisant s'il y a « Crise », d'autant que la « Chambre » la plus importante dans le monde est la société américaine « Depository Trust and Clearing corporation DTCC » qui n'a comme fonds propres que 3,6 milliards de dollars (à comparer avec la position de produits dérivés de 600 trillions de dollars).

A côté du monopole US de DTCC il y a en Europe 41 chambres de Compensation. MIF II cherche à les unifier autour d'un projet de règlement de titres « Target2 Securities ».

b) Un mot concernant les autres marchés

Peu à peu on a créé d'autres techniques qui s'apparentent à des Plates-Formes :

- i. Les internalisateurs systémiques. Ceux-ci peuvent faire la contrepartie des ordres de leurs clients (sous réserve de leur accord et de la publication des opérations ainsi réalisées).
- ii. Créé pour corriger la lourdeur de MIF I, on a lancé MIF II qui a créé un nouveau type de plate-forme, les « Organised Trading Facilities OTF », pour traiter des produits dérivés, des produits obligataires et des produits structurés, Etc.
- iii. Et bien entendu le marché des échanges de gré à gré (ou marché « Over the Counter OTC ») est beaucoup plus important que tous les marchés officiels, de l'ordre de 10 fois). A Titre d'exemple, si, comme les Autorités Financières le désirent, on obligeait TOUS les produits dérivés cotés à l'OTC de passer par une Chambre de Compensation, cela nécessiterait, selon la « Banque des Règlements Internationaux (BRI) », une couverture d'au moins 3,6 trillions de dollars (A titre de comparaison, la plus grosse Chambre de Compensation mondiale le « Deposit Trust And Clearing Corporation DTCC » a seulement 3,6 Milliards de dollars de capitaux propres.

On voit ainsi que le système financier est bourré de bonnes intentions : il faut protéger le public, l'informer au maximum et la plupart de ces intentions sont en fait déformées pour créer un système inaudible réservé à des experts qui en profitent au détriment du public. Aussi, il faut analyser les comportements des nouveaux investisseurs.

II. Les nouveaux opérateurs

Ce sont les « Hedge funds » et les « Exchange Trading Funds ».

A. Le « Hedge funds » (ou Fonds Alternatifs)

Ce sont des Fonds « Fermés » C'est-à-dire à capital fixe, détenus en général par quelques individus. Avec des fonds propres qui dépassent actuellement 3 trillions de Dollar, ils représentent un des secteurs les plus importants du « Shadow Banking ». Ils se subdivisent en une grande quantité de techniques :

- a. « Long/Short » technique qui consiste à vendre en même temps un titre considéré comme trop cher et en acheter un autre meilleur marché et si possible dans le même secteur, politique qui a permis la faillite de LTCM.
- b. « Arbitrage » qui consiste à « jouer » sur des anomalies d'écart entre des échéances d'un même titre obligataire ou des cotations sur des places différentes.
- c. « Global Macro » spécialité de George Soros qui utilise un maximum de fonds pour appliquer une certaine politique (comme son intervention pour provoquer en 1992 la chute de la Livre Sterling).

En général, les opérateurs de Hedge Funds cherchent à faire des opérations à court terme. A la limite, les fonds « Activistes » cherchent à profiter de situations dont ils peuvent tirer un profit à court terme. (Ex : récupérer des fonds liquides qu'une société avait mis de côté pour faire à terme des investissements qui devraient assurer le développement de l'entreprise).

Certes quand les Hedge Funds deviennent trop gros ils ne peuvent plus opérer aussi vite Ils se transforment peu à peu en Holdings et jouent, à ce moment-là, un rôle utile comme des fonds de pension.

B. Les “Exchange Trading Funds ETF” en français “Trackers”

Une société financière émet des trackers représentant un panier de titres (et également des matières premières ou des risques assurables » .Elle assure les intermédiaires qui demandent (ou offrent) des titres, en se couvrant par des achats (ou des ventes) des titres correspondants au portefeuille de l'ETF. Celui-ci est coté sur un Marché règlementé ou non. L'émetteur fournit donc des limites Bid/Ask et les négociations des investisseurs se font en général en Bourse entre ces limites .Aussi les trackers ont deux avantages sur des fonds indiciels qui représenteraient le même portefeuille :

- a. Il n'y a qu'une cotation par jour pour des fonds normaux alors que les trackers sont cotés en continu.
- b. En général les frais sont beaucoup plus faibles puisque limités aux courtages boursiers. Ainsi leur succès ne se dément pas. Leur montant fin 2016 dépassait 3.500 milliards de dollars. Mais leur mobilité entraîne une terrible spéculation. Actuellement le principal ETF qui reproduit l'indice S&P 500 arrive à faire tourner 3.000 % de ses

actifs. En fait on a transformé un outil d'investissement bon marché en un instrument de spéculation.

Au total on voit que l'imagination des financiers transforme parfois des outils excellents pour le financement de l'économie en terrains de jeu pour des spéculations qui n'ont pour la plupart qu'un rôle peu utile et terriblement « court-termiste ». Aussi on a développé des réglementations et contrôles qu'il nous faut analyser.

III. Les contrôles et leur utilité

Les autorités financières ont laissé faire le développement des Subprimes (cause de la Crise) et la liquidation de Lehman Brothers (qui en a provoqué la mondialisation) et ont trouvé un coupable : la possibilité de « recours à un prêteur en dernier ressort ». Son corollaire « too big to fail » a été condamné.

Sous prétexte d'éviter un retour d'une crise semblable, on a multiplié les organismes administratifs. Aux Etats-Unis, la loi Sarbanes-Oxley (2002 à la suite du scandale Enron) a créé un organisme de contrôle de l'Audit le « Public Company Accounting Oversight Board PCOAB » et la loi Dodd-Frank (2.300 pages + annexes non encore terminées (depuis 2010) pour séparer les opérations à long terme des opérations de crédit). Il y a même au FMI des bons esprits qui envisagent le retour au « plan de Chicago » d'Irving Fisher selon lequel les banques ne devraient pas faire de « transformation » et ne prêter à long terme qu'à hauteur de leurs fonds propres.

L'Europe a vu la même multiplication des organismes : Bâle de I à III + un petit complément surnommé Bâle IV qui chaque fois « améliore » les conditions bancaires (y compris un supplément de 2 à 2,50% de garantie de dépôts pour les banques déclarées internationalement dangereuses « systémiques SIFI »). Si l'on ajoute au « Tier One » (4,5 %) pour protéger les fonds propres, l'effet de levier 3 % pour 2018, le matelas de sécurité de 2,5 % pour 2019 etc., on arrive à un total de 10,5 % (plus les 2 à 2,5% réservés aux Sifi).

Bien entendu ce n'était pas suffisant. On ne protégeait pas assez la liquidité. Aussi, on a inventé deux ratios. Le « Liquidity Coverage Ratio LCR » pour lequel les banques doivent justifier qu'elles peuvent survivre un mois sans relation avec d'autres organismes financiers et le « Net Stable Funding Ratio NSFR » qui leur demande une relative autonomie d'un an.

Mais tout cela a été fortement « amélioré » par des contrôles périodiques (les « Stress Tests » où les banques sont placées dans des conditions désastreuses, ce qui les oblige à augmenter encore leurs fonds propres (au détriment des autres entreprises, ce que l'on appelle « l'effet d'exclusion »).

Par ailleurs on a longuement discuté la notion de liquidation à l'amiable des banques en difficulté ou « Résolution » pour savoir ce que les clients pouvaient perdre ou conserver de leurs dépôts en titres et en espèces (en général 100.000 euros).

Pour la plupart des économistes actuels, (en contradiction avec l'analyse de Charles Kindleberger, dans *Manias, Panics and Crashes*), l'appel au « prêteur en dernier ressort » est à éviter, car il entraîne une demande de fonds à l'Etat, donc au public. Par conséquent, elle est donc « politiquement » fondamentalement impopulaire et doit être condamnée. Cette analyse récente a des conséquences peu favorables pour trois raisons :

1. En multipliant les organismes de contrôle et les nombreux règlements administratifs, on alourdit les gestions financières et on les rend moins efficaces. (Peut-être y a-t-il, inconsciemment, le désir de ralentir le développement économique, car selon l'analyse d'Hyman Minsky l'essor conduit obligatoirement à des excès de crédits et à des crises).
2. En obligeant les banques à augmenter leurs fonds propres et en limitant l'usage de leurs crédits, on crée un effet d'éviction qui est dangereux dans les périodes de resserrement du crédit (ce n'est pas le cas actuellement).
3. Le refus d'appel au « prêteur en dernier ressort » et la pénalisation des clients sont dangereux pour trois raisons :
 - a. cette pénalisation des clients provoque artificiellement une panique, c ;f ; Herstatt (1974)ou Lehman (2008),
 - b. le coût pour l'état du prêt en dernier ressort est sans rapport avec les conséquences économiques du refus,
 - c. s'il y a un jour un Krach issu des remboursements de CDS seul le recours aux prêteurs « mondiaux » en dernier ressort sera capable d'empêcher une ruine mondiale, vu l'importance des sommes en cours. Prenons un exemple : un grand pays élit à sa tête un populiste et ce pays manquant de dollars du fait d'une dette trop importante, subit un « incident de parcours ». Tous les CDS s'activent alors. Vu l'importance des sommes en jeu, toutes les chambres de compensation risquent d'être en faillite si l'on ne fait pas appel au prêteur en dernier ressort.

On voit ainsi qu'il serait préférable de revenir aux idées de Charles Kindleberger plutôt que de multiplier des règlements qui ne s'attaquent pas aux vrais problèmes malsains : CFD, Flash Orders, et Naked CDS (achats de CDS qui ne servent pas à couvrir des dettes réelles).

Pour essayer de comprendre l'évolution actuelle, il nous faut étudier la conjoncture présente, et les conséquences possibles pour les marchés financiers.

IV. La conjoncture actuelle

Elle semble dominée par trois facteurs : une reprise mondiale qui est peut-être le début de la remontée du cycle de Kondratiev, la gêne provoquée par le protectionnisme issus des mouvements populistes, et les excès des spéculations boursières.

A. La reprise

L'analyse économique a beaucoup de mal à en rendre compte. En effet le « Produit National Brut PNB » intègre facilement tout ce qui est matériel (usines, équipements stocks) et très difficilement les incorporels. Or presque tout le développement actuel (facebook, linkedln) est essentiellement du « goodwill ». On va évaluer alors les entreprises en fonction de leurs « clients » avec une valeur fixée pour chacun d'entre eux qui peut varier de 30 à 120 Dollars.

Cette reprise se fait selon le schéma « schumpetérien » de la destruction créatrice. Dans une première période les économies souffrent des destructions d'entreprises industrielles et recherche des emplois qualifiés pour des domaines nouveaux : informatique, médecine, robotique, nanotechnologies etc. Le problème posé est de déterminer à partir de « quand » les métiers secondaires issus des conséquences économiques de cette nouvelle croissance provoquera des emplois sans qualification et pourrait absorber les chômeurs sans formation technique, issus des destructions économiques (ex le développement de la pollution, les conséquences du vieillissement de la population etc.)

B. Mais deux difficultés peuvent gêner le développement de la reprise :

1. Le populisme : c'est la réaction classique des victimes des « destructions » cf. les « canuts » Lyon s'attaquant aux métiers Jacquard (1831). De nos jours ce sentiment existe sous la forme d'une détestation de Bruxelles. Il est certain que les « Insoumis » n'ont pas toujours tort même si la réaction de Donald Trump contre le « Dobb-Frank Act » n'est pas malsaine en soi, mais elle est un peu exagérée
2. L'autre danger est celui de la spéculation excessive. L'exemple de Snapshot est typique de cette situation Une société qui perd de l'argent et qui aggrave sa perte en augmentant son chiffre d'affaires représente tout à fait ce que Minsky appelait des « Sociétés Ponzi », sociétés qui disparaissent si l'économie se ralentit.

Conclusion

On voit ainsi se développer un Monde où trois forces s'opposent :

1. La reprise économique semble très forte même si elle produit encore très peu d'emplois et les rémunère insuffisamment en tenant compte de l'augmentation considérable des besoins nouveaux devenus des biens de première nécessité. (informatique, vacances etc.)Le passage chinois d'une économie d'exportation vers une économie d'amélioration du niveau de vie des habitants est typique de cette situation .L'Allemagne est tentée d'en faire autant. La hausse des taux américains sans baisse des cours de Bourse est également l'indication que la reprise économique devrait permettre de réduire le Bilan de la FED et de revenir très progressivement à des taux normaux sans gêner le développement économique (comme en 1937 où la hausse des taux a provoqué la reprise de la crise (2 millions de chômeurs

2. L'existence d'une spéculation destructrice (carry trade, spéculation immobilière, boursière, en objets d'art) a gêné les premiers « Quantative Easing Q.E. » mais n'a pas réussi à empêcher la reprise Il en est de même des spéculations sur produits dérivés qui sont en fait parfaitement contrôlables surtout si l'on accepte de revenir favorablement sur la notion de « prêteur en dernier ressort » et si l'on contrôle les formes malsaines de style plus ou moins « ponziennes ».
3. Reste le danger populiste. Il est certain que cela peut retarder le mouvement de reprise actuelle mais on peut espérer que ce mouvement sera impuissant à l'endiguer.

Jean-jacques Perquel

14 Avril2017

L'importance du capital immatériel comme facteur de création de valeur

Académie de Comptabilité : Conférence du 16 mai 2017

Carole Abbey, Membre du bureau de l'Observatoire de l'Immatériel, experte en corporate finance, évaluation d'entreprises et modélisation financière. Elle a accompagné pendant plus de 15 ans de grands groupes français et internationaux dans leurs projets financiers complexes en tant qu'Associé du cabinet d'audit et de conseil EY. Elle est Diplômée d'Expertise Comptable et de l'Université Paris-Dauphine (DESS « Finance d'entreprise et ingénierie financière »).

Les actifs non matériels occupent une part croissante dans notre économie. Parmi les plus grosses capitalisations boursières mondiales, on trouve aujourd'hui plus de géants de l'Internet que d'industriels comme c'était encore le cas il y a quelques années. Les cinq plus grosses capitalisations boursières mondiales sont Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft (les « GAFAM »), avec en tête Apple qui totalise plus de 800 milliards de capitalisation boursière et une valeur implicite de son capital immatériel de 700 milliards de dollars.

Les actifs immatériels représentaient 17% de la valeur des entreprises en 1975 contre 84% aujourd'hui (Source : Ocean Tomo).

Au sein du CAC 40, ils représentent 71% de la valeur boursière (dont près de la moitié, 31% du total, non reconnu au bilan) selon le « Profil financier du CAC 40 » publié par Ricol Lasteyrie Corporate Finance, membre du réseau EY, en 2017. Ce niveau s'élevait même à 85% à la veille de la crise financière de 2008. Ce ratio est encore plus important dans certains secteurs. La capitalisation boursière de L'Oréal, à la date de cette dernière étude, était ainsi égale à 4 fois sa valeur comptable, contre 1,4 fois pour la moyenne du CAC 40. L'importance des actifs incorporels se vérifie également dans des secteurs industriels. Des groupes comme Michelin ou Schneider affichent des ratios de respectivement 1,8 et 1,9 fois selon cette étude.

La marque est importante, même dans des activités industrielles. Vous avez tous remarqué aussi les enjeux de réputation et d'image, pour les entreprises. Le dernier exemple étant la démission du PDG de Lafarge-Hocim, alors que les faits reprochés à l'entreprise, dans ses interactions avec l'Etat islamique, sont intervenus pendant le mandat de son prédécesseur. La vitesse de circulation des informations sur Internet et l'importance des réseaux sociaux agissant comme un amplificateur de nouvelles à connotation négatives.

Les actifs immatériels, marque, technologie, mais aussi capital humain ou capital organisationnel, sont aujourd'hui au cœur de la création de valeur des entreprises. Je vous propose d'analyser en quoi ces actifs sont déterminants dans la performance des organisations puis d'aborder avec vous la façon dont les sociétés, mais aussi les investisseurs, tentent d'adapter la mesure de la performance afin qu'elle reste pertinente. Je vous parlerai de la comptabilité, mais aussi des indicateurs extra-financiers qui sont mis en place, et des initiatives telles que le reporting intégré.

I. Les actifs immatériels sont déterminants dans la création de valeur des entreprises

Jean Tirole, prix Nobel d'économie, souligne que « la valeur ajoutée se situe de plus en plus dans l'innovation. La richesse des nations dépend donc de plus en plus de leur capacité à capter la création de valeur à ce niveau dans la chaîne de valeur. »

Cela a été démontré par de nombreuses études.

Récemment, Gilles Lecointre, économiste, enseignant à l'ESSEC et fondateur d'un cabinet de conseil, Intercessio, a réalisé une étude sur un échantillon de PME qui démontre que les entreprises ayant un immatériel fort ont également des niveaux de croissance et de rentabilité plus élevés : +6,7% de croissance du chiffre d'affaires pour les entreprises ayant une note supérieure à 18 sur 20 selon ses critères de notation contre une croissance proche de zéro pour les entreprises ayant une note inférieure à la moyenne et près de 5 points de marge opérationnelle supplémentaire pour les notes supérieures à 14 par rapport aux notes inférieures à 8.

Gilles Lecointre en tire la conclusion que, pour faire prospérer une entreprise, son dirigeant doit travailler sur trois points majeurs :

- La qualité du produit,
- Le modèle d'organisation (management, climat social),
- La proximité avec le client.

II. Les investisseurs reconnaissent l'importance des actifs immatériels

Les entreprises peuvent être consciente de leurs atouts immatériels et en tirer les conséquences pour optimiser leur prise de décision. Qu'en est-il de la communauté financière, et plus particulièrement par les apporteurs de capitaux ? Les investisseurs semblent être de plus en plus conscients de l'importance des facteurs immatériels.

En tant que professionnelle de l'évaluation d'entreprise par exemple, j'ai toujours considéré qu'un rendez-vous avec le dirigeant permettait de beaucoup mieux comprendre le potentiel d'une entreprise que l'analyse de ses éléments purement financiers.

Et vous aussi, lorsque vous choisissez d'investir dans un titre en Bourse, vous pouvez être favorablement impressionné par son patron.

Les dirigeants des fonds d'investissement les plus puissants de la planète eux-mêmes, tels que **BlackRock**, insistent sur les facteurs de création de valeur à long-terme qui devraient être au cœur des préoccupations des chefs d'entreprises, par opposition aux résultats comptables de l'année en cours (Lettre de Larry Fink du 24 janvier 2017) :

« We look to see that a company is attuned to the key factors that contribute to long-term growth: sustainability of the business model and its operations, attention to external and environmental factors that could impact the company, and recognition of the company's role as

a member of the communities in which it operates. A global company needs to be local in every single one of its markets.

BlackRock also engages to understand a company's priorities for investing for long-term growth, such as research, technology and, critically, employee development and long-term financial well-being."

Ces investissements en capital immatériel ne peuvent pas se lire directement dans les états financiers. C'est pourquoi les investisseurs sont intéressés par les indicateurs de performance extra-financiers.

Une étude réalisée récemment par **EY** (*Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business to investors?*, 2017) fait ainsi ressortir les éléments suivants :

« The focus on nonfinancial information is moving up institutional investor's agenda, with 82% of global investors surveyed for the latest EY Climate Change and Sustainability Services (CCaSS) survey on investor attitudes to nonfinancial performance, saying that environmental, social and governance risks have been ignored for too long by businesses.»

Selon une autre étude, citée par **Natixis Global Asset Management**, **67 %** des investisseurs institutionnels français « déclarent que la prise en compte des critères non financiers ESG permettent de générer de l'alpha », donc du rendement supplémentaire. « Ils sont aussi nombreux à déclarer que cela permet d'atténuer les risques globaux, comme les poursuites judiciaires, les dégâts environnementaux et les troubles sociaux.

Cette étude se focalise sur les critères ESG, qui vont au-delà des actifs immatériels de l'entreprise, en intégrant l'impact sur l'environnement. Les critères ESG incluent toutefois des actifs incorporels clés tels que le capital humain et la gouvernance d'une entreprise. L'intérêt de la communauté financière pour la performance des entreprises en termes de gouvernance, d'environnement et d'aspects sociaux, est le premier indicateur de la prééminence des actifs immatériels. Selon cette étude, « **62%** des investisseurs institutionnels mondiaux pensent que la prise en compte des critères ESG sera une pratique courante pour tous les gérants dans les cinq prochaines années. » On peut penser que cet intérêt va au-delà des bénéfices en terme d'image.

Pour les fonds de Private Equity, qui investissent dans des sociétés non cotées, les facteurs immatériels comme la qualité du management, sont également clés.

III. Les actifs immatériels permettent de réduire le risque des entreprises et de conforter leur valeur à long-terme

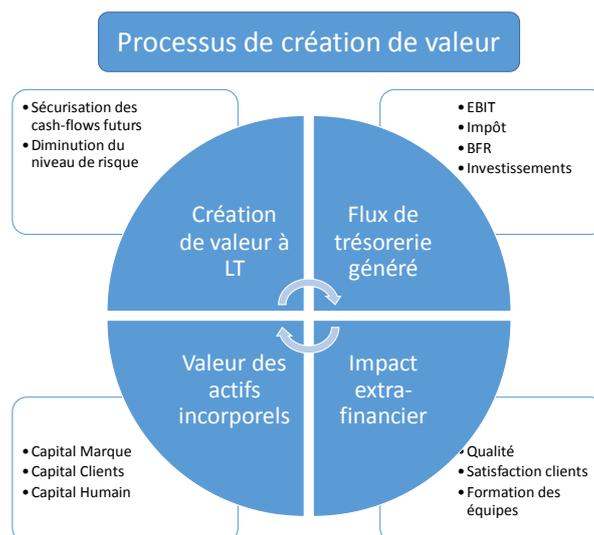
Les décisions d'investissement d'une entreprise doivent être dictées par ce que l'on estime être ses facteurs clés de succès, ses facteurs différenciants, que l'on a intérêt à cultiver.

C'est ce qu'a fait la MAIF, en s'appuyant sur son capital-client très fort (notamment le corps enseignant) pour développer de nouveaux services. La force de ce capital-client s'illustre notamment par un taux de départ volontaire très faible (0,8% par an), ce qui lui a valu de gagner de nombreux prix de la relation client du secteur de l'assurance. Ainsi, elle a décidé de

jouer sur ses forces pour lancer un agrégateur de comptes bancaires ou encore des activités d'autopartage.

Les actifs incorporels : socle d'une création de valeur pérenne

Dans cette période de remise en cause des *business models* existants, les actifs incorporels permettent de sécuriser la création de valeur dans le temps. Bien qu'ils ne soient pas matériels, ce sont eux qui assurent la pérennité d'une entreprise. C'est ce qu'illustre le graphique ci-dessous.



IV. Cette mutation de l'économie pose des problèmes concrets pour la détermination des résultats des entreprises

Avec l'importance croissante des actifs immatériels, plus difficilement mesurables que les actifs physiques, l'administration fiscale a montré un intérêt croissant pour la mesure de la création de valeur liée au capital immatériel.

En effet, le calcul de l'impôt nécessite la répartition du profit entre les différentes entités d'un même groupe, ce qui peut être un challenge lorsque celle-ci est répartie entre plusieurs pays, avec par exemple une gestion de la marque en France, un centre de R&D basé en Irlande, et des relations commerciales, ou fonds de commerce, dans chacun des pays où la société vend ses produits. Cette juste répartition requiert la détermination de prix de transfert équilibrés.

De même, dès qu'il y a un transfert d'actif incorporel, marque ou brevet par exemple, entre deux pays, il faut déterminer une valeur qui servira de base à l'imposition dans chacun des deux pays.

Ces prix de transfert sont souvent contestés par les administrations fiscales car ce sont certainement parmi les éléments les plus subjectifs de la détermination du profit taxable des entreprises.

Il existe toutefois un certain nombre de méthodes reconnues par tous, en comptabilité comme en fiscalité, pour répartir ce profit et donc la valeur d'une entreprise entre ses différents actifs incorporels.

L'OCDE a d'ailleurs publié récemment de nouveaux principes pour la détermination de ces prix de transfert. Les administrations fiscales sont de plus en plus exigeantes en termes de documentation (cf. Base Erosion and Profit Shifting, BEPS).

Ces contraintes fiscales ont été le déclencheur pour un certain nombre d'entreprises multinationales de la mise en place d'indicateurs de suivi d'un certain nombre d'actifs immatériels.

V. De quels instruments de mesure dispose-t-on pour établir la contribution des actifs immatériels à la création de valeur ?

Dès qu'une entreprise est convaincue de la contribution des actifs immatériels à sa création de valeur, il est logique qu'elle cherche à l'intégrer à la fois dans sa prise de décision, en interne, et dans sa communication, vis-à-vis de l'externe, afin de fournir aux investisseurs et aux prêteurs l'ensemble des informations dont ils ont besoin.

Il n'existe cependant pas aujourd'hui de cadre d'analyse formalisé et standard pour le pilotage ou le suivi des actifs immatériels d'une entreprise.

Comment bien gérer son entreprise ou son portefeuille d'investissement lorsque l'on ne dispose pas des bons indicateurs ?

Pour un acteur extérieur à l'entreprise, analyste ou investisseur, une approche empirique d'analyse du capital immatériel est possible (et c'est peut-être à cela que l'on reconnaît les meilleurs aujourd'hui), par entretien, avec des questionnaires ad-hoc. Mais il est tentant d'essayer de définir une **approche normalisée et qualitative**, pour rassurer à la fois les conseils d'administration en interne que les bonnes décisions sont prises, et pour rendre accessible au plus grand nombre ce type d'analyse, pour compléter des indicateurs utilisés par tous comme le ROI (*Return On Investment*).

Il existe toutefois très peu d'informations disponibles sur ces actifs immatériels, que ce soit en terme de notation ou de valorisation (en euros). Ainsi, la plupart ne figurent pas au bilan des entreprises du fait des normes comptables françaises et IFRS qui reposent essentiellement sur le coût historique. Au sein du CAC 40, sur les 71% de la valeur boursière des entreprises représentant des actifs immatériels, près de la moitié, 31% de la valeur totale, n'est pas inscrite au bilan. De plus, la portion inscrite au bilan est constituée essentiellement, à 62%, de « goodwill », c'est-à-dire un résiduel qui ne renseigne pas sur la nature des atouts d'une entreprise (Source : Etude EY Ricol Lasteyrie Corporate Finance « Profil financier du CAC 40 – 11^{ème} édition »).

Le problème est, qu'en dehors de certains contextes très particuliers, il n'existe pas de définition consensuelle de ces actifs, encore moins de leur valorisation.

VI. Définition et classification des actifs incorporels

La définition la plus basique d'un actif immatériel est un actif qui n'est ni matériel ni financier.

Les actifs immatériels sont multiples : marques, technologies, brevets, réputation, capital humain, relations-clients, etc. Certains sont définis juridiquement ou fiscalement comme les marques, les brevets ou les fonds de commerce. D'autres sont définis comptablement comme le goodwill ou les relations-clients. D'autres ne sont définis que par la pratique comme la gouvernance.

Tout le monde n'utilise pas le même langage.

Ce manque d'homogénéité, de langage commun, rend difficile sa maîtrise par les chefs d'entreprise et leurs équipes. En effet, lorsque l'on parle d'une chaise, ou d'une machine-outil, tout le monde peut la voir, s'accorder sur sa définition, et même sa valeur. En effet, pour la plupart des actifs matériels, il existe un prix de marché. Ce n'est pas le cas pour les actifs incorporels qui sont tous spécifiques.

En comptabilité, les normes IFRS, et plus spécifiquement la norme IFRS 3 sur les Regroupements d'entreprises ont tenté de lister les principaux actifs incorporels et de les regrouper en catégories (marketing, technologiques, liés aux clients, autres contrats, etc.).

De nombreux universitaires ont également proposé une classification.

Pour simplifier, la plupart des actifs incorporels peuvent être divisés en quatre grandes catégories :

- Le capital technologique (brevets, technologies non brevetées, portefeuille de produits, innovation, etc.)
- Le capital humain (taux d'engagement des employés, niveau de formation, savoir-faire, etc.)
- Le capital relationnel (relations avec les clients, les fournisseurs et l'écosystème de l'entreprise de façon générale). Il comprend la marque, la réputation.
- Le capital organisationnel (la gouvernance, le style de management, les valeurs).

Pour compléter cette cartographie du capital immatériel, il convient d'évoquer la sous-catégorie qui a été le plus mise en avant par les entreprises dans leur communication ces dernières années : les actifs liés à la responsabilité sociale et environnementale (RSE) de l'entreprise, en anglais *Environment, Social & Governance* (ESG). De nombreuses entreprises s'y intéressent et publient des informations RSE.

Au-delà du capital humain et d'une partie du capital organisationnel présenté ci-dessus, la RSE inclut les actifs incorporels créés en dehors de l'entreprise, aussi appelés externalités positives, comme l'impact sur l'environnement.

VII. La comptabilité ne mesure que partiellement l'immatériel

Une des façons de suivre les actifs incorporels est de les valoriser régulièrement (en euros). Un certain nombre d'obligations comptables ou fiscales ont obligé les experts à développer des méthodes d'évaluation. Certaines sont connues et publiques comme Interbrand, qui publie tous les ans un classement des marques.

1. Les règles comptables de reconnaissance des actifs immatériels

Les actifs immatériels, ou incorporels, d'une entreprise (marques, brevets, contrats clients, capital humain, etc.) ne sont généralement pas reconnus à son bilan. Il existe deux exceptions :

- La capitalisation des coûts engagés pour développer un brevet, dans certaines conditions ;
- La reconnaissance de la juste valeur de ces actifs, lorsqu'ils ont été acquis, individuellement ou **dans le cadre de l'acquisition d'une entreprise**.

En effet, dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés, les responsables financiers se voient confier la tâche délicate d'allouer au mieux le prix de toute acquisition de société aux différents actifs corporels et incorporels acquis (*Purchase Price Allocation* ou PPA). Cette allocation doit se faire dans le respect des normes IFRS 3 « Regroupements d'entreprises » et IAS 38 « Immobilisations incorporelles ». Ces normes, et notamment la façon dont elles définissent la juste valeur, permettent d'obtenir des informations sur la composition du capital immatériel d'une cible mais elles peuvent aussi conduire à des résultats inattendus en termes d'allocation et d'impact sur les résultats futurs.

Pour être reconnu en comptabilité lors d'une acquisition, un actif incorporel doit être :

- Protégé par des droits contractuels ou légaux, ou
- Séparable.

2. Quelques statistiques sur les actifs incorporels reconnus en comptabilité

Les études réalisées par différents organismes ou cabinets de conseils montrent des résultats relativement constants dans le temps.

Selon une étude que j'avais coordonnée chez EY en 2009, *A global survey of purchase price allocation practices*, sur 709 transactions analysées :

- 77 % des transactions conduisent à l'identification d'éléments incorporels.
- Les trois principales familles d'éléments incorporels identifiés sont les marques, les actifs liés aux clients et les actifs technologiques.
- Occasionnellement, certaines transactions ont donné lieu à la reconnaissance de clauses de non-concurrence et de contrats avantageux.
- Les éléments incorporels « autres » dans cette nomenclature sont, d'une part, des actifs caractéristiques d'un secteur donné (par exemple, la R&D en cours pour le secteur « Pharmacie-Biotechnologie » ou les licences d'exploration-exploitation ainsi que les droits miniers pour le secteur « Oil and Gas ») et, d'autre part, les éléments incorporels non détaillés par les émetteurs.

Industry	Number of transactions	Number of transactions (With at least 1 intangible asset recognized)	Brands/ Trademarks	Customer Contracts / Relationships	Technology	Non-compete agreements	Off market contracts/ Agreements	Other Intangible Asset
Consumer Products	109	86	45%	34%	12%	5%	1%	64%
Technology	121	101	45%	49%	36%	6%	7%	61%
Media and entertainment	28	28	39%	57%	21%	11%	0%	71%
Asset Management	10	5	0%	60%	0%	0%	40%	40%
Telecommunications	54	49	31%	61%	14%	8%	4%	61%
Insurance	41	33	15%	79%	0%	36%	6%	42%
Banking and capital markets	76	62	18%	32%	10%	0%	5%	77%
Automotive	28	22	36%	36%	18%	5%	5%	68%
Pharmaceutical	47	45	40%	33%	51%	7%	0%	60%
Power and utilities	36	27	11%	37%	7%	7%	22%	63%
Biotechnology	16	15	27%	20%	40%	0%	0%	73%
Real Estate	43	16	31%	25%	19%	0%	0%	69%
Oil and gas	100	57	12%	51%	9%	19%	4%	58%
Total	709	546	31%	44%	20%	8%	5%	63%

Source : EY, *A global survey of purchase price allocation practices*, Février 2009.

3. L'information comptable sur les actifs immatériels peut être délicate à interpréter

Cette obligation de reconnaissance des actifs incorporels dans le cadre des acquisitions fournit des informations intéressantes au lecteur des états financiers, mais elle pose aussi des questions de comparabilité dans le temps et entre entreprises.

Nous rappelons ici quelques subtilités à connaître pour mieux interpréter le bilan des entreprises suite à une acquisition.

L'évolution dans le temps de la valeur des actifs. Exemple : les relations-clientèle, un actif qui se déprécie...

L'application d'IFRS 3 peut conduire à l'allocation d'une partie du prix d'acquisition à des relations clientèle, notamment lorsque l'activité de la société acquise est fondée sur des relations relativement stables et durables avec ses clients.

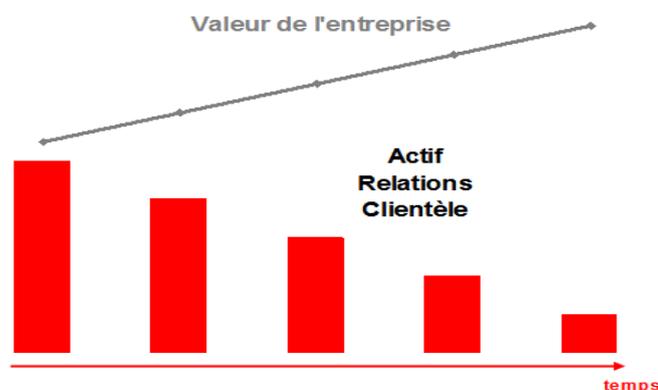
En 2015, par exemple, Nokia a acheté Alcatel pour environ 12 milliards d'euros dont 11 milliards d'euros de « goodwill ». Lors de l'allocation comptable du prix d'acquisition, Nokia a comptabilisé les actifs incorporels suivants :

- Relations clients : 3 milliards d'euros
- Marques : 2 milliards d'euros
- Autres actifs incorporels identifiés (peut-être technologies ou contrats) : près de 1 milliard d'euros
- Goodwill résiduel : 5 milliards d'euros (synergies)

De même, en 2014, lors de l'acquisition de SFR par Numéricable pour environ 17 milliards d'euros, les actifs incorporels suivants ont été reconnus :

- Relations clients : 3 milliards d'euros
- Marque : 1 milliard d'euros
- Licences : 2 milliards d'euros
- Logiciels : 2 milliards d'euros
- Goodwill résiduel : 9 milliards d'euros (relations clients futures, capital humain et synergies)

Seules les relations avec les clients existants à la date de l'acquisition peuvent être reconnues. Cet actif incorporel « relations clientèle » est ensuite amorti sur la durée de vie résiduelle estimée des relations. Sa valeur nette comptable diminue donc avec le temps. Ce résultat est parfois surprenant pour un chef d'entreprise qui voit son actif fondre alors que parallèlement la valeur de son entreprise augmente.



...afin d'isoler la performance réellement attribuable à l'acquéreur

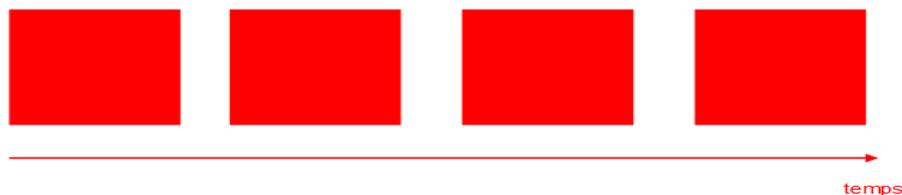
L'estimation à la juste valeur des actifs et passifs acquis permet d'attribuer une partie du profit à réaliser sur les actifs existants à la date de l'acquisition aux efforts du cédant plutôt qu'à ceux de l'acquéreur. A titre d'exemple, les relations avec les clients de l'entreprise ont été construites au cours des mois et des années précédant l'acquisition, sans que le nouveau propriétaire y ait contribué. Ainsi, selon les IFRS, le résultat de l'acquéreur est diminué de cette portion du bénéfice attribuable aux efforts du cédant, par le biais de l'amortissement des relations clientèle.

Ce résultat n'est pas forcément intuitif ni jugé représentatif de la performance d'une entreprise.

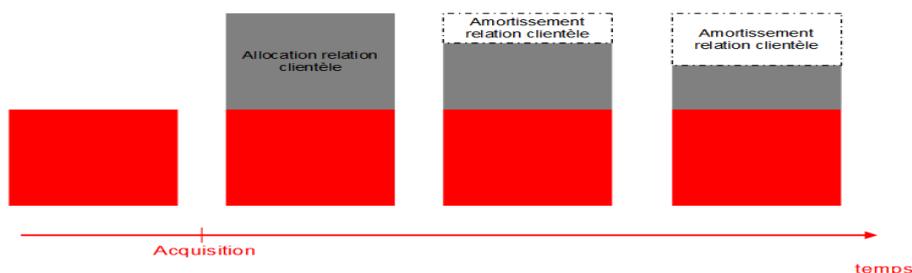
Hétérogénéité des bilans entre croissance interne et croissance organique. Comment interpréter la valeur comptable des relations clientèle ?

Une personne non familière avec les normes comptables pourrait se demander pourquoi la valeur nette comptable des relations clientèle diminue alors que la valeur de la clientèle de la société augmente. Pour comprendre la logique sous-jacente, il convient ici de rappeler la mixité des normes IFRS qui mélangent juste valeur et coût historique. A titre d'illustration, les actifs incorporels ne sont évalués à leur juste valeur que lorsqu'ils sont acquis dans le cadre d'un regroupement d'entreprises. Les actifs incorporels, tels que les marques et les relations clientèle, développés en interne ne sont jamais reconnus au bilan des entreprises, pas plus que les dépenses engagées ultérieurement pour les maintenir ou les développer. Ainsi, les relations créées avec de nouveaux clients ne peuvent être reconnues au bilan et venir compenser l'amortissement des relations clientèle « activées » précédemment. Cette utilisation partielle de la juste valeur peut conduire à des bilans très différents pour deux sociétés équivalentes, en fonction de l'importance de la croissance externe réalisée, mais aussi en fonction du temps écoulé depuis la dernière acquisition.

Par exemple, une société qui ne se développe que par croissance interne conserve un actif net comptable relativement stable. Seuls sont capitalisés certains coûts de développement, et les investissements corporels.



Au contraire, une société qui croît par croissance externe voit son actif net comptable varier fortement, au gré des acquisitions réalisées et de l'amortissement des actifs acquis :



Des limites au type d'actif reconnu. Exemple : le capital humain

Le capital humain représente souvent un actif immatériel clé dans une entreprise. Cependant, la norme IFRS 3 interdit explicitement de le reconnaître en tant qu'actif incorporel. Le régulateur a en effet estimé qu'il était trop difficile de mesurer sa valeur de manière fiable. Lorsque l'on interprète les résultats d'un PPA, il convient donc de ne pas oublier que le goodwill, la partie du prix d'acquisition non allouée à des actifs identifiés, peut inclure la valeur de cet actif incorporel clé, le capital humain.

Ainsi, par exemple, à l'occasion de l'acquisition de Darty par la Fnac en 2016 pour 1,1 milliard d'euros, seule une marque a été reconnue pour 0,3 milliard d'euros. Le goodwill résiduel était de 1,2 milliard d'euros, vraisemblablement représentatif du savoir-faire des équipes Darty, envers ses clients, ses fournisseurs, la valeur des équipes, son business model. Autant d'éléments que les normes comptables ne permettent pas de reconnaître car leurs contours sont trop flous.

Conclusion : la valeur des actifs immatériels en comptabilité : des subtilités à maîtriser

Les normes de comptabilisation des acquisitions permettent d'isoler et de mieux comprendre les éléments clés de création de valeur d'une entreprise : technologies, relations clientèle, marques, etc. Toutefois, ces exercices de valorisation sont soumis à des règles comptables strictes qui conduisent parfois à une valeur qui s'écarte de ce qu'une personne non familière avec les détails des normes aurait pu anticiper. Les exemples présentés ci-dessus ne sont pas exhaustifs ; il existe d'autres aspects de l'allocation de prix d'acquisition qui doivent être appliqués et interprétés avec précaution.

Sans une bonne connaissance des normes comptables, il est donc parfois difficile pour le lecteur des états financiers d'interpréter correctement les évaluations d'actifs incorporels et leurs impacts sur les résultats des entreprises. On constate d'ailleurs qu'un grand nombre de sociétés communiquent sur la base de résultats d'exploitation retraités de l'impact de l'amortissement des actifs incorporels acquis.

4. L'information comptable sur les actifs immatériels n'est pertinente que si elle est mise en relation avec la stratégie de l'entreprise

L'exercice d'allocation du prix d'acquisition peut permettre d'étayer la communication faite par la société acquéreuse sur la stratégie d'une opération, en faisant le lien entre d'une part les motivations de l'opération (synergies anticipées avec la cible, développements futurs sur certains marchés, parts de marché acquises (qui justifieront une partie du goodwill), ou encore un savoir-faire technologique de pointe, un brevet développé et déposé ou un portefeuille de clients stratégiques) et d'autre part les actifs incorporels et le montant de goodwill qui sont comptabilisés.

C'est d'ailleurs ce qui est généralement fait par les émetteurs dans le cadre de la rédaction de leur rapport annuel.

Cette démarche peut être pertinente dès les premières phases de réflexion sur la poursuite, ou non, de l'opération. En effet, dans le cadre des négociations, il pourra être intéressant pour l'acquéreur d'anticiper les principaux impacts comptables de l'acquisition dans ses comptes (amortissements des actifs incorporels à durée de vie finie, réévaluation des actifs corporels ou terrains hors exploitation acquis, etc.).

Les acquisitions sont donc une occasion unique pour les entreprises de communiquer sur leurs actifs incorporels.

Toutefois, la subjectivité perçue de cet exercice fait que les émetteurs tout comme les investisseurs n'y accordent pas beaucoup d'importance et retraitent généralement le résultat IFRS des impacts des PPA. Il semble donc que la comptabilité ne soit pas le bon vecteur d'information sur les actifs immatériels.

Les méthodes de valorisation développées permettent de répondre à des besoins ponctuels et spécifiques fiscaux ou comptables mais ne peuvent être généralisées pour le suivi de la valeur des actifs immatériels.

De plus, les entreprises ont tendance à vouloir maximiser leur résultat de l'année et à éviter la reconnaissance d'actifs incorporels amortissables et privilégient le goodwill. Ceci revient finalement à ne pas communiquer.

Je ne crois pas que comptabiliser l'ensemble des actifs incorporels des entreprises à leur bilan donnerait une information pertinente aux investisseurs ou aux banquiers. En effet, les méthodes applicables ponctuellement dans le cadre d'une acquisition seraient trop complexes et trop coûteuses à mettre en œuvre pour l'ensemble d'une organisation et de ses actifs. De plus, elles ne répondraient pas forcément aux questions précises des apporteurs de capitaux.

VIII. Des méthodes d'évaluation financière des actifs incorporels existent

Pour mémoire, les méthodes usuelles d'évaluation financière peuvent être regroupées en deux grandes catégories :

- Les approches de marché, notamment les multiples de valorisation ; et
- Les approches intrinsèques, notamment les flux de trésorerie actualisés.

De nombreuses difficultés se posent lors que l'on applique ces méthodes aux actifs incorporels :

- Il existe très peu de transactions sur des actifs incorporels isolés comme une marque ou un brevet. De plus, il est très difficile de trouver deux actifs vraiment comparables.
- Les flux de trésorerie attribuables à un actif incorporel ne sont pas directement observables.

Un certain nombre de pratiques et de conventions se sont donc développées afin de répondre aux besoins fiscaux et comptables.

Des organismes internationaux comme l'IVSC ou l'Organisation Internationale de Normalisation ISO ont fait émerger des cadres. Par ailleurs, les experts de l'évaluation ont depuis plus de 15 ans défini un certain nombre de pratiques dans le cadre des allocations de prix d'acquisition, contrôlées par les commissaires aux comptes et l'administration fiscale le cas échéant.

Il existe donc une pratique relativement convergente pour répondre aux besoins comptables et fiscaux des entreprises. Ainsi, par exemple, pour les marques, les flux de trésorerie sont approchés par un flux de redevance déterminé sur la base d'un benchmark, en pourcentage du chiffre d'affaires. Pour des relations clients, on calcule un surprofit, cash-flow dégagé sur la période de la relation diminué du coût d'utilisation des autres actifs de l'entreprise.

Ces méthodes reposant sur un grand nombre d'hypothèses, difficiles à partager avec le plus grand nombre, et leur mise en œuvre n'étant pas généralisée à l'ensemble du capital immatériel, le besoin d'une information extra-comptable, voire extra-financière, est en train d'émerger.

IX. Une information extra-comptable, voire extra-financière, est nécessaire

Une illustration du manque d'informations pertinentes sur le capital immatériel des entreprises est la difficulté que rencontrent certaines, notamment les PME, dans leur recherche de financement. Dans son bilan d'activité 2016, le médiateur du crédit a ainsi souligné que si le financement des actifs immobiliers et des équipements matériels posait globalement peu de problèmes, « il convient d'être particulièrement vigilant sur l'investissement immatériel et notamment sur la transition numérique, défi majeur de ces prochaines années pour toutes les entreprises ». Sans bilan lui permettant de démontrer la force de son actif (immatériel), et en étant obligée de passer en charge ce pourrait s'apparenter à des investissements nécessaires à sa survie, il est parfois difficile pour une entreprise d'obtenir un prêt auprès de son banquier.

La meilleure solution pour piloter, en interne comme en externe, le capital immatériel semble être d'utiliser des indicateurs de mesure extra-comptables, comme les dépenses de recherche et développement ou de formation, voire extra-financiers, comme les heures de formation ou le taux de turnover pour le capital humain par exemple.

Des organisations internationales comme l'IIRC (International Integrated Reporting Council) ou le WICI (World Intangible Capital Initiative) développent des guidelines pour la définition d'indicateurs de performance extra-financiers. Le rapport intégré, en complétant les informations obligatoires des rapports financiers, est censé donner aux différentes parties prenantes une vue d'ensemble de la performance d'une entreprise, et notamment de sa performance à long-terme.

Certains investisseurs institutionnels ont également développé de nouvelles grilles d'analyse des entreprises pour prendre leurs décisions d'investissement.

Ainsi, une étude publiée par EY début 2017 (*Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business to investors?*) montre que pour **68%** des investisseurs la performance non-financière d'une entreprise a joué un rôle dans leurs décisions d'investissement au cours des 12 derniers mois, contre 52% en 2015. Toutefois, les investisseurs reprochent aux entreprises la mauvaise qualité des informations communiquées, notamment leur manque de comparabilité, de traçabilité et de « fraîcheur ». Ce problème est lié au caractère unique du capital immatériel de chaque entreprise qui rend difficile tout exercice de comparaison.

D'après cette même étude, la motivation des entreprises pour publier des informations non financières, au-delà de répondre aux obligations réglementaires, sont :

- La satisfaction des demandes des investisseurs à 32%
- La volonté d'améliorer leur réputation vis-à-vis de leurs clients à 74%

Les investisseurs utilisent les publications officielles des entreprises comme sources de ces informations non financières (rapport annuel, rapport ESG), mais aussi les sources habituelles que sont les sites Internet des entreprises, la presse et les réseaux sociaux.

Différentes initiatives sont menées en France et à l'international autour de l'information extra-financière et du développement de « meilleures pratiques ». Quelques exemples sont présentés ci-dessous.

X. Exemple d'une grille de notation Roche-Brune Asset Management / Observatoire de l'Immatériel

L'Observatoire de l'Immatériel est une association qui rassemble tous ceux qui sont convaincus que le capital immatériel est au cœur de la création de valeur d'une entreprise et qui développe des outils ouverts. Roche-Brune Asset Management investit dans des sociétés françaises et européennes cotées, avec une stratégie de stock-picking. Nous avons récemment travaillé ensemble sur la première étape de la définition d'un système de notation de l'immatériel sur un échantillon de leurs sociétés en portefeuille. Le dirigeant du fonds, Bruno Fine, est convaincu de la pertinence de ce type d'analyse. Il avait d'ailleurs déjà mis en œuvre une grille de notation sur les critères RSE, qui recourent en partie les sujets immatériels.

Dans le cadre de cette première étape, nous avons défini 6 grandes catégories d'actifs immatériels : capital actionnaires, capital clients, etc.

Pour chaque catégorie, nous avons choisi quatre ou cinq indicateurs. Ainsi, par exemple, pour le capital clients : les parts de marché, la visibilité sur le chiffre d'affaires ainsi que la diversité de la base client. Une grille de notation précise a été définie pour chaque indicateur afin de maximiser la comparabilité. L'indicateur de part de marché, noté sur 5 comme tout indicateur, dépend ainsi de la position de l'entreprise (numéro 1, dans le top 3, etc.), sur l'ensemble ou certains de ses marchés.

Le but de Roche-Brune et de l'Observatoire de l'Immatériel est aujourd'hui d'ouvrir la réflexion à d'autres acteurs du monde de la finance pour enrichir et partager cette grille d'analyse.

XI. Thesaurus

Le Thesaurus est un outil très complet développé par l'Observatoire de l'Immatériel et Alan Fustec pour noter et évaluer tous les actifs immatériels de l'entreprise, sur la base de critères multiples.

XII. Reporting intégré

Une autre initiative est celle du Reporting Intégré, qui vise à simplifier et enrichir l'information publiée afin qu'elle se concentre sur les informations les plus utiles et qui permettent le mieux d'apprécier la performance globale de l'entreprise.

Dans ce contexte, l'organisation internationale IIRC (International Integrated Reporting Council) a été créée. Elle regroupe des entreprises, des investisseurs, des autorités de réglementation, des instances de normalisation, des représentants de la profession comptable et des ONG. Leur objectif est que le reporting des entreprises évolue vers une communication sur la création de valeur.

Le GRI a quant à lui développé une batterie d'indicateurs très précis pour mesurer la performance durable d'une entreprise, qui inclut son impact sur l'environnement et la société en général.

Paris Europlace a publiquement soutenu les objectifs du reporting intégré dans un document daté de décembre 2016. Ils recommandent de garder cette démarche comme non obligatoire et flexible. Ils encouragent les entreprises à simplifier leur communication et les investisseurs à réduire le volume d'information demandé. En effet, comme il n'existe pas de cadre standard, chaque organisme de notation ou chaque investisseur institutionnel adresse son propre questionnaire aux entreprises.

Les entreprises pionnières en France incluent des groupes comme Engie et Danone. Engie s'est ainsi fixé 6 indicateurs extra-financiers qui recourent des facteurs de valorisation de son capital immatériel : taux de satisfaction des clients, dialogues avec les parties prenantes associations et ONG (capital relationnel), mixité des effectifs et taux d'accident du travail. Engie y a ajouté des objectifs qui contribuent à créer de la valeur pour la société dans son ensemble : la réduction des émissions de CO2 et la part des énergies renouvelables.

XIII. WICI

La World Intangible Capital Initiative a publié fin 2016 un cadre de référence sur le reporting des actifs immatériels. Elaboré dans le cadre d'une démarche collaborative associant entreprises, monde académique et analystes financiers, ce cadre donne de nombreux exemples d'indicateurs de performance.

Ainsi par exemple : les coûts de R&D en pourcentage du chiffre d'affaires, le ratio de nouveaux produits, le taux d'adhésion du personnel à la stratégie du management.

XIV. Directive européenne sur les informations extra-financières

De nouvelles obligations verront le jour pour les entreprises françaises en 2018.

Elles concernent non seulement des informations environnementales qui devaient déjà être communiquées par les entreprises françaises, mais aussi des informations sur le business model de l'entreprise, qui doivent éclairer les parties prenantes sur le processus de création de valeur des entreprises.

Ces indicateurs extra-financiers sont donc pertinents à la fois au sein de l'entreprise, pour prendre les meilleures décisions, et pour les parties prenantes externes comme les investisseurs, qui veulent s'assurer de la robustesse d'une entreprise.

Conclusion

La part croissante des actifs immatériels dans la performance des entreprises ne fait aucun doute. Elle est au cœur de la stratégie de nombreuses entreprises.

Toutefois, les outils d'aide à la prise de décision n'intègrent encore que trop peu cette dimension. En effet, les outils traditionnels comme le bilan, le résultat comptable, ou le retour sur investissement, ne sont pas appropriés. Et je ne pense pas qu'il faille donner à la comptabilité le rôle de retranscrire la valeur des immatériels d'une entreprise.

Les entreprises bénéficieront de l'élargissement leur communication autour de ces sujets cruciaux, au-delà des résultats comptables. Il y a un mouvement en ce sens, mais les habitudes sont bien ancrées.

Cette performance extra-financière n'a d'intérêt que parce qu'elle est un indicateur avancé de la performance financière à long-terme. Cette approche ne vient donc pas remettre en cause l'intérêt d'une approche financière. La maximisation de la création de valeur est en effet le résultat d'un juste équilibre entre création de valeur à court-terme et création de valeur à long-terme, mesurée notamment par le Capital Immatériel (Capital Marque, Capital Client, Capital Humain, etc). En effet, ce sont ces actifs qui faciliteront la croissance et la profitabilité à moyen et long terme. Par ailleurs, des actifs incorporels forts accroissent le niveau de

confiance accordé par les parties prenantes, diminuent le niveau de risque perçu et donc le rendement attendu par les investisseurs.

La prise en compte du capital immatériel est donc un enjeu de performance pour les entreprises, et peut-être même pour la France toute entière. A l'heure où de nombreux changements s'opèrent dans notre pays, les enjeux liés au capital immatériel de nos entreprises pourraient être mis en avant par nos responsables politiques pour mesurer la performance financière de nos entreprises et de notre pays.

C'est un champ encore ouvert, passionnant, où les pratiques restent à définir. Il s'agit de la « nouvelle frontière » dans les techniques de management et d'analyse de la performance des entreprises.

Carole Abbey

Ces propos ont été exprimés par Carole Abbey à titre personnel.