

Yosra Bejar, Télécom Ecole de Management

« Le capital immatériel est largement inexploité par l'industrie du capital-risque »

Le capital-risque se fait fort de créer de la valeur en étant « hands on ». Pourtant, le capital immatériel demeure sous-exploité par les VCs. Telle est l'opinion de Yosra Bejar, enseignante-chercheuse à Télécom Ecole de Management.

C.F. : Capital immatériel et capital-risque : pourquoi le sujet est-il d'actualité aujourd'hui ?

Y.B. : Le sujet central est actuellement celui de la création de valeur : des niches de compétitivité et d'innovation ne sont pas exploitées. Une sortie de crise et de difficultés sectorielles implique une création de valeur forte à un faible coût en capital. Or, il se trouve que le capital immatériel offre ce genre d'opportunité. La Sfaf travaille beaucoup sur le sujet, de même que l'Observatoire de l'immatériel et le World International Capital Initiative (WICI). Ce sont des facteurs d'analyse de long terme particulièrement bien adaptés au capital-risque.

C.F. : Comment la prise en compte du capital immatériel peut-elle changer la donne pour les investisseurs ?

Y.B. : Aujourd'hui, l'innovation est largement vue par le prisme de la technologie en capital-risque (et c'est d'ailleurs une approche renforcée par la fiscalité). Or, l'innovation peut être liée aux processus, à la gestion des ressources humaines, à la relation client, etc. Autant de facteurs immatériels qui ne demandent qu'un investissement modéré. Le ratio rendement/investissement immatériel est donc élevé, voire potentiellement plus intéressant que pour la technologie. Ce rendement capitalise potentiellement sur des réductions de coûts.

C.F. : Le tropisme du capital-risque en faveur de l'innovation tech-



biographie

Auteur d'une thèse sur « la valeur informationnelle du capital immatériel dans le contexte des introductions en Bourse », Yosra Bejar (36 ans, HEC Tunis, master recherche économie industrielle Paris-IX, doctorat sciences de gestion Paris-IX) est enseignante-chercheuse à Télécom Ecole de Management. Egalement membre de la commission immatérielle de la Sfaf et de l'Observatoire de l'immatériel, elle a contribué au rapport Thésaurus-Bercy « Référentiel français de mesure de la valeur extra-financière et financière du capital immatériel des entreprises », à la demande du ministère.

nologique n'est-il pas dicté par la protection intellectuelle, plus difficile à obtenir pour le capital immatériel ?

Y.B. : Certes, la protection de l'innovation des processus et des procédés d'affaires est moins grande en France qu'aux Etats-Unis, où elle est fréquente. Elle est néanmoins parfaitement transposable en droit français, sous couvert d'adaptations. En effet, les infractions pénales s'appliquent difficilement aux attaques contre l'immatériel ; qui plus est, les procédures civiles ne sont pas assez dissuasives. Cela étant, certaines composantes du capital immatériel sont des barrières à l'entrée, ce qui est une forme de protection. Les processus et procédures de captation et d'optimisation du capital immatériel sont un savoir-faire protégé. De plus, si la technologie fait l'objet de plus de protection, celle-ci demeure relative dans son application.

C.F. : Que gagnerait un fonds à élargir ses critères d'investissement au capital immaté-

riel, face à la charge de travail supplémentaire ?

Y.B. : Bien que le capital immatériel soit en phase de définition, les indicateurs clés déjà identifiés sont corrélés avec la création de valeur. Le capital-risque en applique déjà : un capital humain dégradé conduit au rejet d'opportunités (plus encore pour les business angels). Cependant, si le capital immatériel n'est pas ignoré par le capital-risque, il n'est pas totalement valorisé, car sa prise en compte n'est pas formalisée. Ainsi, l'aptitude à attirer les talents (cruciale pour les start-up) n'est pas protégeable, mais transférable. C'est une barrière à l'entrée générée par brainstorming (identifier les savoir-faire critiques), puis par la mise en place d'indicateurs et d'un reporting, et enfin par des actions visant à prévoir et à planifier. Les données sont là : il faut les structurer. L'historique des performances permet de gagner en efficacité et d'effectuer un benchmarking. Mettre en place des procédures documentées fait gagner en productivité. Plus la structure est petite, plus c'est rapide (quelques semaines), et moins c'est coûteux.

C.F. : Pour un investisseur, la clé est la valorisation financière des actifs d'une entreprise. Comment établir cela dans le cadre de l'immatériel ?

Y.B. : De fait, certains investissements sont valorisés avant tout pour leur capital humain ou leur capital-client. Un reporting complet et solide permet d'optimiser cette valeur. La valorisation repose sur une variante de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF), intégrant les fondamentaux du capital immatériel : capital humain, marque, innovation et capital-client. Certains le font pour le CAC 40. Le capital-risque peut s'y appliquer – et beaucoup y gagner. ■

Propos recueillis par Cyril Demaria