

Finance et « Immatériels »

Franck Bancel
Professeur ESCP-EAP
Doyen Associé à la Recherche

25 novembre 2004 - SFEV

Sommaire

1. Introduction

2. Comment les reconnaître ?

3. Comment les évaluer ?

4. Comment les « sécuriser » ?

5. Conclusion

1. Introduction

La théorie financière moderne considère que la firme est constituée d'un ensemble d'actifs et des options de croissance (Myers, 1977). Dans l'approche financière traditionnelle, les actifs en place génèrent des cash-flows qui permettraient de financer en partie les investissements, dans un contexte où le financement était la « ressource rare ».

Si on tente d'analyser ce qui s'est déroulé sur une période de temps longue, il est vraisemblable que l'importance relative pour les entreprises des actifs « corporels » a considérablement diminué et ceci pour plusieurs raisons :

a) La compétition s'est « déplacée » car le financement est moins que par le passé une « ressource rare ». Ceci s'explique notamment par le développement des marchés financiers qui ont permis aux entreprises de lever des fonds et aux capitaux de circuler facilement entre les différentes zones économiques.

b) La logique de maximisation de ROCE a conduit à limiter la détention d'actifs physiques, à repenser la notion d'investissement et *in fine* à renforcer l'importance des actifs immatériels. La comptabilité créative a été fréquemment utilisée par les firmes afin de diminuer le total du bilan.

1. Introduction

Pour de nombreuses firmes, la capacité à générer un avantage concurrentiel est désormais liée à la détention d'actifs immatériels : savoir-faire, brevets, marques, capital humain, efficacité de l'organisation, etc. Pour les financiers, trois questions majeures se posent :

1. Comment les reconnaître ? L'information comptable le permet-elle ? Quelles autres sources d'information sont disponibles ?

2. Comment les évaluer ? S'il est envisageable d'évaluer les flux associés à des actifs en place, les immatériels posent de nouvelles questions.

3. Comment les « sécuriser » ? 71% des entreprises incluses dans le Inc 500 (indice de sociétés start-up de croissance rapide) ont été créés par des salariés qui ont quitté leur firme avec une « idée » ou un brevet non exploité (Zingales, 2000).

Cette présentation a pour but d'exposer les enjeux et les questions liés aux immatériels en proposant une synthèse des principales idées développées dans la littérature financière.

2. Comment les reconnaître ?

1. L'information comptable

La définition comptable (IFRS 3) précise qu'un immatériel est « un élément sans substance physique identifiable, contrôlé par l'entreprise et donnant lieu à l'obtention d'avantages économiques futurs ».

Les normes comptables ne donnent qu'une image imparfaite des actifs immatériels.

a) Certes, les nouvelles normes comptables (IAS 38) définissent des normes plus précises concernant l'activation des immatériels (notamment la R&D) quand ils sont générés en interne ou dans le cadre de regroupements d'entreprises, mais des montants de R&D ne donnent pas d'indications sur la « qualité » de cette R&D....

b) Par ailleurs, de nombreux « immatériels » déterminants de l'avantage concurrentiel ne sont pas pris en compte (capital humain, capacité organisationnelle, etc.), ceci notamment parce qu'on ne sait pas valoriser ces immatériels.

2. Comment les reconnaître ?

Cette très grande difficulté de la comptabilité à identifier les immatériels explique probablement pourquoi on a assisté depuis deux décennies à une déconnexion de plus en plus marquée entre information comptable et valeur de l'action (Dumontier, 2004).

Selon Lev et Zarowin (1999), si on régresse la rentabilité annuelle de l'action sur le résultat annuel et sur la variation annuelle du résultat de l'entreprise, le coefficient de détermination du modèle a diminué considérablement au cours du temps (16,7% en 1978 contre 3,1% en 1996). Cette déconnexion ne s'explique pas par la nature des entreprises considérées (Francis et Schipper, 1999).

2. Comment les reconnaître ?

2. La communication financière « volontaire »

Il est probable que les analystes et les « Insiders » disposent de meilleures informations sur la « qualité » des immatériels. Il existe une forte asymétrie d'information et les investisseurs individuels ont peu de moyens pour appréhender la valeur des actifs immatériels. On pourrait donc penser que les entreprises cherchent à communiquer davantage et à aller « au-delà » de ce qui est imposé par la seule réglementation.

Selon Ding et Stolowy (2004), le niveau de communication sur la R&D est corrélé à deux facteurs déterminants : la cotation sur des places de marché anglo-saxonnes et l'appartenance au secteur de la pharmacie/biotechnologie. Il n'existerait donc pas de relations entre le niveau de communication et l'intensité de la R&D.

Selon ces deux auteurs, il est possible que la volonté de préserver des secrets industriels l'emporte ou que les pratiques « mimétiques » sous-tendent les comportements des acteurs.

3. Comment les évaluer ?

1. Les caractéristiques des actifs immatériels

Les actifs immatériels présentent des caractéristiques spécifiques :

a) Coût élevé pour leur acquisition ou production.

b) Droits de propriété flous. Les marketeurs expliquent que les marques appartiennent à des communautés de consommateurs. On parle de « multi appartenance ». Ces actifs sont difficiles à territorialiser et « appartiennent » également aux autres *stakeholders* (*plate-forme achat internet*).

c) Rendements croissants. De nombreux immatériels de seconde génération (médicaments, logiciels, etc.) coûtent moins cher à produire grâce à la recherche effectuée sur la première génération.

d) Effets de réseau. La valeur du réseau croît avec le nombre d'utilisateurs. Un avantage initial en part de marché se traduit souvent par une position de leader.

3. Comment les évaluer ?

2. Les techniques d'évaluation

Les techniques d'évaluation des « immatériels » sont largement similaires à celles utilisées pour les autres actifs. En « stand alone », il s'agit fondamentalement de valoriser les cash flows additionnels liés à la possession d'un actif immatériel (royalties, « super bénéfices », valeur de reconstitution, etc.).

Cela étant, la valeur d'un immatériel est souvent liée à l'exercice d'options implicites. Ceci complique l'évaluation parce que la valorisation de ces options est très délicate.

Ensuite, au niveau de l'entreprise, les techniques d'évaluation ne rendent compte que d'une partie de la réalité au sens où elles considèrent la seule valeur actuelle des flux et non pas la capacité de reconfiguration des entreprises.

Par exemple, un groupe qui dispose d'un portefeuille de marques qui peuvent être cédées facilement vaut plus, toute chose égale par ailleurs, qu'un groupe qui n'a pas cette capacité. Or, cette liquidité du portefeuille d'actifs est essentielle dans la valorisation.

3. Comment les évaluer ?

D'une certaine manière, la maximisation du cash-flow n'est pas toujours compatible avec la maximisation des valeurs de cessions (et probablement avec la maximisation des valeurs de marchés). ROCE et valeur peuvent s'opposer. De ce point de vue, il existe peut-être de nouveaux outils d'évaluation à inventer.....

4. Comment les « sécuriser » ?

Les actifs immatériels sont vulnérables. Les logiciels peuvent être copiés. Les marques annihilées sur une rumeur. Les salariés « clefs » peuvent quitter la firme et rejoindre un concurrent ou créer leur propre entreprise, etc. Comment peut-on sécuriser ces immatériels ? La littérature apporte plusieurs éléments de réponse :

a) L'identification. La « sécurisation » des immatériels suppose que les directions générales les identifient (et pas seulement sur une base comptable). Pour ce faire, la firme doit définir quelles sont ses missions afin de pouvoir mieux contrôler sa production d'immatériels et en quelque sorte définir un périmètre où la « position » est défendable. De ce point de vue, les immatériels qui n'impactent pas les comptes ne sont pas toujours une priorité.

b) L'incitation. Les entreprises doivent probablement réfléchir à leur organisation et faire en sorte qu'il y ait de véritables dispositifs d'incitation pour la création d'immatériels, ce qui suppose une redéfinition des hiérarchies et des rapports de pouvoir. Les relations entre les financiers et les autres directions (marketing) doivent probablement être améliorées.

4. Comment les « sécuriser » ?

c) La gestion. Les immatériels doivent être gérés. La question de leur intégration ou non dans un entité homogène pouvant être valorisée et donc cédée se pose dans de nombreux groupes. L'opposition « maximisation du ROCE » versus « valeur » est une question non résolue dans de nombreuses entreprises.

d) La relation aux *stakeholders*. De nombreux immatériels ne sont pas la propriété d'une seule entreprise. Clients, fournisseurs, etc. sont également impliqués. Il s'agit donc de créer les conditions pour un partage équilibré de la valeur, ce qui limite le risque de voir apparaître un nouvel entrant.

e) L'innovation permanente. L'innovation protège la firme parce qu'elle lui permet d'être en avance sur ses concurrents et limite les risques d'être « copiée ». Cette innovation concerne l'ensemble des éléments constituant la chaîne de la valeur (pas seulement la R&D).

5. Conclusion

Les immatériels ouvrent de nombreuses perspectives en finance et amènent à rediscuter la plupart des problématiques classiques.

- Les options de croissance sont déterminantes de la valeur. Or, il est très difficile de les valoriser et de comprendre comment elles émergent (Brennan (1995) et Charreaux (2002)).
- Les mesures comptables sont inadéquates. Or, de nombreux travaux de recherche utilisent l'information comptable. Par exemple, si on considère que les engagements de R&D futurs sont de la dette, la lecture des structures financières change considérablement.

La théorie de la finance doit probablement être revisitée en intégrant les apports des autres sciences de gestion et notamment la théorie des organisations et la théorie de la firme.

Bibliographie

- Brennan M.**, "Corporate Finance over the past 25 years", *Financial Management*, Vol. 24, n° 2, p. 9-22, Summer 1995,
- Charreaux G.**, "Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise'", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5, n° 3, septembre p. 5-68, 2002.
- Dumontier P.**, "Essor des marchés boursiers et croissance de l'immatériel : de nouveaux défis pour la comptabilité", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7, n° 2, juin, p. 1-32, 2004.
- Ding Y et Stolowy H.**, "Les facteurs déterminants de la stratégie des groupes français en matière de communication sur les activités de R&D", *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 6, n° 1, juin, p.39-62, 2003.
- Francis J. et Schipper K.**, " Have financial statements lost their relevance? ", *Journal of Accounting and Economics*, vol 33, p. 313-342, 1999.
- Lev B.**, "Sharpening the intangible edge", *Harvard Business Review*, p. 109-116, June 2004.
- Lev B. et Zarowin P.**, "The boundaries of financial reporting and how to extend them", *Journal of Accounting and Research*, vol 37, n°2, p. 353-385.
- Myers S.**, "Determinants of corporate borrowings", *Journal of Financial Economics*, November, p. 147-176, 1977.
- Rajan R. et Zingales L.**, "The influence of the Financial Revolution on the nature of the firm", *American Economic Review*, 91, p. 206-212, 2001.
- Zingalès L.**, "In search of new foundations", *Journal of Finance*, Vol. 55, n° 4, p. 1623-1653, août 2000.