

Les méthodes financières d'évaluation de la PI: analyse critique

Session 1 : Un panorama actualisé des méthodes d'évaluation des actifs de Propriété Industrielle

Jean-Florent Rérolle, HEC, Managing Director Houlihan Lokey
Howard & Zukin

Agenda

- Les actifs intangibles sont une source essentielle de la création de valeur
- Les méthodes d'évaluation financières habituellement mises en œuvre sont encore très classiques
- Elles prennent mal en compte la spécificité économique des actifs intangibles
- Conclusion : de nouvelles approches doivent être mises en œuvre

Les actifs intangibles sont une source essentielle de la création de valeur

Une composante essentielle de la valeur

- La valeur des entreprises repose très largement sur des actifs intangibles ...
 - 70% de la valeur de marché des entreprises cotées américaines
 - En 2004, HLHZ a analysé la répartition des prix d'acquisition aux EU:
 - 23 % actifs intangibles identifiables
 - 38% goodwill
 - 39% actifs tangibles
- ...aux caractéristiques très diverses :
 - Les normes comptables reconnaissent 5 grandes catégories : contrats, technologies, marketing, clients, biens artistiques
 - Mais la persistance d'un goodwill important est révélateur de l'existence de nombreux autres actifs intangibles plus difficiles à cerner:
 - L'innovation dans les produits et les services
 - Les relations clients
 - Le capital humain
 - Le capital organisationnel

La valeur est le résultat d'une alchimie unique

- La nature des actifs intangibles est radicalement différente de celle des actifs tangibles
 - Abondance :
 - Utilisation simultanée
 - Sans usure de l'actif
 - Rendements croissants
 - Grandes « sunk costs »
 - Coûts de reproduction et de transmission négligeables
 - Effets de réseaux
 - Les avantages de l'actif s'accroissent avec le nombre d'utilisateurs
- C'est la combinaison judicieuse et unique mise en œuvre par chaque entreprise qui, en construisant des avantages compétitifs, crée de la valeur
 - Innovation
 - Différenciation
 - Barrières à l'entrée
 - Options de croissance

Des méthodes d'évaluation financières qui restent classiques

Evaluation des intangibles: un impératif managérial

- Les actifs intangibles doivent être mesurés régulièrement
 - Obligations comptables
 - Allocation du prix d'acquisition (IFRS 3 et SFAS 141)
 - Tests de dépréciation (IAS 36 et 38, SFAS 142)
 - Adage : « tout ce qui n'est pas mesurable n'est pas gérable »
 - Allocation des ressources
 - Mesure de la performance
 - Garanties bancaires
 - Communication financière
 - Informations détaillées sur les Unités Génératrices de Trésorerie les plus importantes dans le goodwill de l'entreprise
 - Anticipations des investisseurs seront modifiées par ces informations
 - Valeur des actifs pour le management
 - Capacité à les gérer convenablement

La valeur découle de quelques paramètres clés

- Les principes de valorisation ne sont pas différents de ceux qui sont à la base de toute évaluation
 - Rentabilité : Identification des avantages économiques futurs (cash-flows) directement attribuables à (ou aux) l'actif(s) intangible(s)
 - Durée de l'avantage compétitif
 - Risque : taux d'actualisation approprié reflétant la volatilité de la performance (risque spécifique et systématique)

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+t)^i}$$

Certaines méthodes doivent être écartées

- La référence patrimoniale
 - Modalités : Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable
 - Insuffisance : La comptabilité historique introduit des biais importants
- L'approche par les coûts
 - Modalités : Coûts historiques ou Coûts de remplacement
 - Insuffisances :
 - Méthode déconnectée de la rentabilité et du risque de l'actif
 - Le résultat d'une activité créative n'a rien à voir avec son coût
- L'approche par les comparaisons
 - Modalités : Transactions comparables ou observation de la valeur sur des marchés similaires
 - Insuffisances :
 - Inexistence de marchés organisés
 - Nature unique des actifs intangibles

Les méthodes financières restent les plus adaptées

- Toutes les approches financières cherchent à mesurer les cash-flows additionnels de l'actif intangible
- Trois approches principales :
 - La comparaison avec une entreprise générique
 - Du différentiel de marge opérationnelle
 - Du différentiel de rentabilité économique
 - Du différentiel de sur-profit
 - L'économie de redevances
 - L'approche par le sur-profit intrinsèque
- Ces approches soulèvent des difficultés d'application importantes
 - Existence de sociétés génériques de référence
 - Séparabilité analytique des actifs évalués
 - Absence d'une méthode rigoureuse d'appréciation des taux d'actualisation utilisés (le taux applicable au goodwill étant généralement un « plug » permettant de faire converger le « WARA » avec le « WACC »)
 - La détermination de la valeur terminale

Les méthodes financières prennent mal en compte la spécificité économique des actifs intangibles

L'économie de l'immatériel reste mal appréhendée

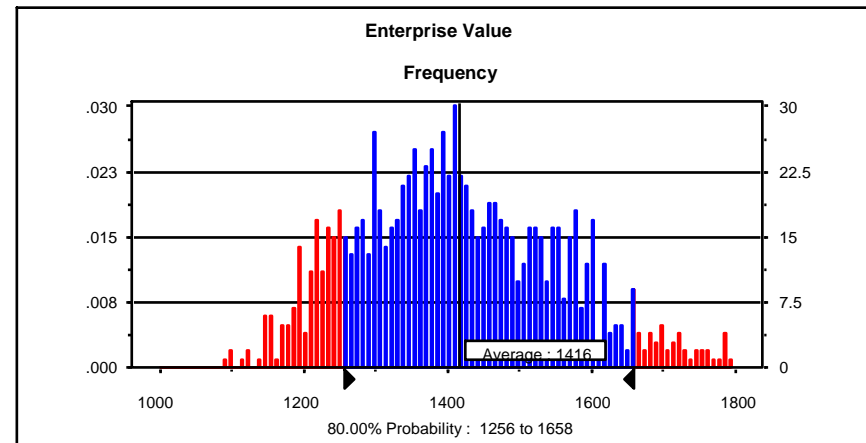
- Quels sont les cash-flows à prendre en compte lorsque les frontières de la création de valeur sont mouvantes ?
 - Alliances temporaires de circonstance entre concurrents
 - Création d'offres conjointes entre entreprises indépendantes
 - Emergence de «business webs » ou la valeur de l'entreprise découle très largement de l'existence du réseau
- Quelle est la durée de l'avantage compétitif ?
 - 71% des entreprises de Inc500 ont été fondées par des personnes ayant répliqué une idée rencontrée dans leur entreprise précédente
 - Raccourcissement de la durée de vie des produits et des procédés (de quelques années à quelques semaines)
- Quel est le taux d'actualisation applicable lorsque le risque est plus important ?
 - Asymétrie d'information forte dû aux déficiences de la comptabilité
 - Droits de propriété plus incertains que pour les actifs tangibles
 - Fragilité des avantages compétitifs créés
 - Liquidité plus faible (absence de marchés organisés)

L'économie de l'immatériel reste mal appréhendée

- Quelle est la séquence des cash-flows ?
 - Rendements croissants
 - Identification du « tipping point »
 - Raccourcissement des délais entre : l'envoi et la réception, la production et la vente, l'achat et la livraison
 - Flexibilité managériale
- Quelle est la nature des cash-flows ?
 - La composante « service » des produits devient essentielle
 - Le contenu de l'échange est plus complexe avec l'addition de composantes intangibles à la dimension économique
 - Émotions
 - Informations
 - La connectivité donne progressivement au marché réel les mêmes caractéristiques que le marché financier
 - Prix variable en fonction de l'offre et de la demande
 - Meilleure information de l'acheteur et du vendeur

Quelques approches émergentes

- Plusieurs dimensions complexes ...
 - Le risque opérationnel et stratégique
 - La flexibilité managériale
- ...peuvent être prises en compte par des approches émergentes
 - Les simulations de Monte Carlo
 - Les options réelles



Conclusion

- La complexité de l'économie de l'immatériel rend nécessaire l'application de nouvelles approches
- Il est probablement vain (d'un point de vue managérial) d'essayer de valoriser de manière séparée les actifs intangibles tout en gardant une cohérence globale
- L'objectif : être directionnellement juste pour prendre des décisions. La clé est dès lors d'utiliser des techniques permettant de mieux comprendre les paramètres clés de la création de valeur
- La méthode des options réelles peut-elle nous aider dans cette tâche ?