

Par le Centre de recherche sur la gestion (Cereg) – université Paris-Dauphine

Les marchés valorisent-ils correctement l'investissement immatériel ?

Jean-François Casta, professeur, et Olivier Ramond, chercheur

Dans les économies modernes, il est communément admis que la valeur économique d'une entreprise reflète, pour une grande part, celle de ses actifs immatériels représentés par les brevets, par les marques, par la réputation ou par le capital organisationnel. Parallèlement, confrontés à l'explosion des investissements en immatériels, les systèmes de représentation comptable de l'entreprise, qui reposent fondamentalement sur le « principe transactionnel » (toute « reconnaissance » en comptabilité étant conditionnée par la réalisation d'une transaction ou d'un regroupement), éprouvent de plus en plus de difficultés à traduire ce phénomène. De ce fait, quels que soient les référentiels normatifs (nord-américain, britannique, français ou international), les investissements immatériels sont partiellement ou imparfaitement traduits dans les états financiers, rappelant que la fiabilité de l'information est souvent privilégiée aux dépens du critère de pertinence pour la prise de décision. Ce biais de reporting, qui affecte la communication financière, renvoie à la façon dont les marchés appréhendent l'investissement immatériel comptabilisé.

Une étude récente¹, réalisée sur trois places financières de l'Union européenne (Paris, Londres et Madrid), met en question certaines idées reçues. Dans la lignée des travaux se proposant de tester la pertinence de l'information comptable pour le marché (value relevance), les auteurs mettent empiriquement en évidence l'impact négatif à court terme (période de cinq années) de l'investissement immatériel sur la performance financière, mesurée par le rendement du titre. Se référant à une acception large du concept d'investissement immatériel – englobant la R&D, les investissements en marques, enseignes, brevets... ainsi que le goodwill –, cette étude repose sur un échantillon de plus de 1 500 sociétés cotées bri-

tanniques, espagnoles et françaises, analysé sur la période 1993-2003. Les résultats montrent que les investisseurs tendent à adopter une vision « myopique » en matière de placements, privilégiant la recherche de la rentabilité à court terme dans le processus de construction de leur portefeuille. Ils pénaliseraient ainsi, sur le court terme, les sociétés signalant, dans leurs états financiers, des investissements immatériels élevés, ceux-ci n'engendrant qu'une amélioration éventuelle du niveau de profitabilité à moyen, voire à long terme. D'autres études basées sur des sociétés cotées à New York

Les investisseurs tendent à pénaliser à court terme les sociétés signalant des investissements immatériels élevés.

(NYSE) ont récemment observé ce phénomène de sous-évaluation par le marché des investissements immatériels.

Ces résultats paradoxaux sont néanmoins en adéquation avec la théorie comportementale de l'investisseur, soutenue depuis les années 1990 par Michael Porter et Robert Hall, respectivement professeurs à Harvard et à Stanford. Selon ces auteurs, les investisseurs adopteraient une vision « myopique » en matière d'investissement immatériel en raison de la forte incertitude et de la faible visibilité qui entourent des projets se caractérisant par la multiplicité des risques – humains (les compétences humaines de l'entreprise permettront-elles de mener à bien le projet ?), technologiques

(le projet donnera-t-il des résultats probants ?) et commerciaux (les résultats seront-ils commercialisables ?).

De tels comportements n'ont pu que s'accroître au regard d'investissements de plus en plus colossaux. Mais ce pessimisme se révèle souvent peu justifié, dès lors que l'on s'intéresse à l'impact de ces investissements sur la performance économique. En effet, d'autres recherches empiriques mettent en évidence une corrélation positive forte entre l'investissement immatériel comptabilisé et l'augmentation à moyen terme des marges opérationnelles. Ces résultats suggèrent qu'un investissement en immatériels (en R&D par exemple), soutenu pendant plusieurs années, permettrait à l'entreprise, en cas de succès du projet, d'augmenter (en moyenne) les marges opérationnelles, cinq ans après que l'investissement a été réalisé. Quels enseignements managériaux tirer des recherches précédentes ? En premier lieu, la « myopie » des investisseurs semble relever d'une asymétrie d'information relative à l'investissement immatériel. La solution à ce déséquilibre informationnel est à rechercher dans l'amélioration de la qualité de l'information communiquée, permettant ainsi au marché de mieux identifier les projets à fort potentiel et de limiter le « syndrome de sous-évaluation » qui semble affecter, sur le court terme, de nombreuses places financières.

En second lieu, le passage aux IFRS, en introduisant un plus haut degré d'exigence en matière de reconnaissance des incorporels, des procédures de suivi temporel de leur évaluation ainsi que des prescriptions en matière d'informations à communiquer, semble aller dans le sens d'une réduction de cette asymétrie. ■

1. Casta J.-F. et Ramond O. (2005), *Investissement immatériel et utilité de l'information comptable : étude comparative des marchés financiers britannique, espagnol et français*, Cahier de recherche du Cereg, université Paris-Dauphine.