

# SAISIR L'INTANGIBLE

## COMMENT LES ACTIFS INCORPORELS REVELENT LA VALEUR LATENTE



### INTRODUCTION

La prise en compte des actifs incorporels dans le cadre de l'évaluation des sociétés est une pratique acceptée depuis longtemps. Celle-ci a pris de l'importance au fil du temps compte tenu de l'évolution de l'économie. Toutefois, les méthodes d'évaluation varient et il existe de grandes différences dans la façon dont les investisseurs abordent le sujet. La question de l'adéquation des méthodes comptables existantes pour évaluer avec succès les actifs incorporels fait également l'objet d'un grand débat. Les normes comptables élaborées à l'ère industrielle ont été conçues pour des sociétés dont l'activité principale est manufacturière. Ces normes deviennent progressivement obsolètes à mesure que nous évoluons vers une économie de services. Si l'absence de définition univoque peut être source d'incertitudes, elle est également pratique : comme la détermination des avantages spécifiques que les actifs incorporels peuvent apporter (ou même de ce qui devrait être considéré en dehors des états financiers) est ambiguë, les investisseurs orientés recherche bénéficient d'un avantage en termes d'informations étant donné qu'ils sont mieux en mesure d'évaluer les actifs incorporels d'une société.

En 2019, Columbia Threadneedle Investments a chargé le Custom Research Lab d'Institutional Investor d'effectuer un sondage dans l'ensemble du secteur auprès de professionnels de l'investissement afin de recueillir leur opinion sur le rôle des actifs incorporels dans ce domaine, d'examiner leurs positions vis-à-vis des méthodes existantes pour l'évaluation de tels actifs et d'évaluer les approches permettant de les différencier. Cet article présente les résultats de ce sondage et notre analyse de ce sujet crucial.

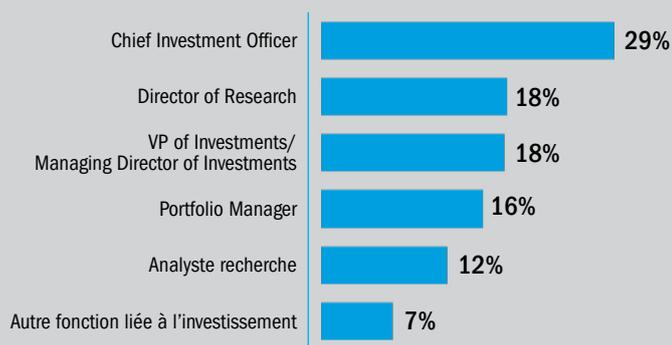
## SYNTHÈSE

Les principaux constats sont les suivants :

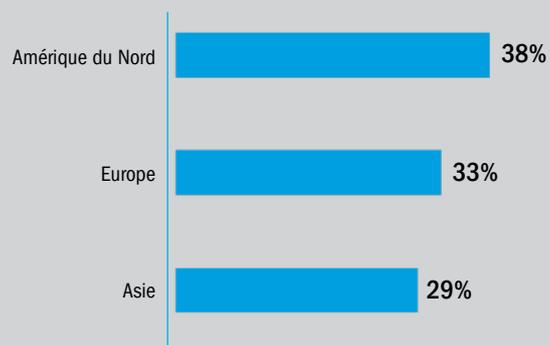
1. Il existe un consensus sur le fait que l'analyse des actifs incorporels procure un avantage concurrentiel aux investisseurs, et sur l'importance croissante de la recherche portant sur ces actifs dans les travaux d'analyse. Toutefois, si les investisseurs sont d'avis que les informations sur les actifs incorporels sont facilement accessibles, ils estiment que celles-ci sont souvent peu fiables, incomplètes ou inexactes.
2. Tout en reconnaissant l'importance croissante des actifs incorporels, les investisseurs affirment que les processus de recherche n'ont peut-être pas été suffisamment adaptés à ce changement.
3. Des réformes réglementaires, telles qu'une transparence accrue, une application plus stricte des droits de propriété intellectuelle et un traitement comptable normalisé, pourraient permettre de mieux comprendre les actifs incorporels.

Institutional Investor et Columbia Threadneedle Investments ont élaboré conjointement le programme de cette enquête. Institutional Investor a ensuite recueilli un total de 170 réponses auprès de responsables d'investissements senior de sociétés de gestion d'actifs en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Nous avons par ailleurs interrogé 12 CIO, directeurs de recherche, gérants de portefeuilles et consultants d'institutions du monde entier. Vous trouverez ci-dessous les principales données démographiques :

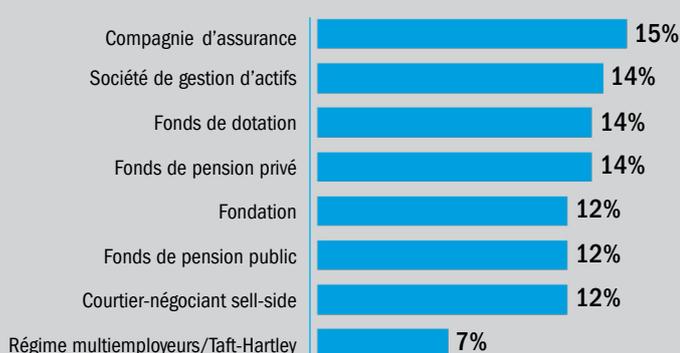
#### Fonction des répondants



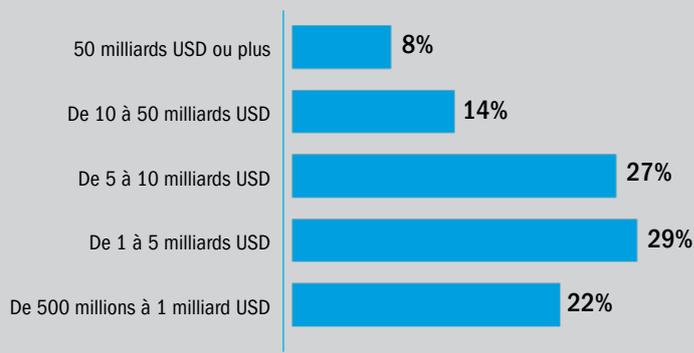
#### Localisation des répondants



#### Type d'institution des répondants



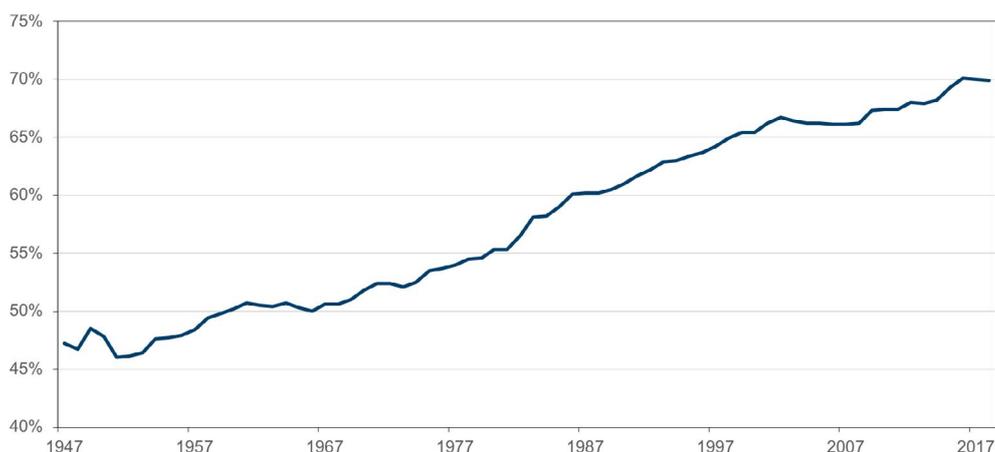
#### Activos gestionados de los encuestado



## UNE ECONOMIE MONDIALE EN MUTATION

Les Etats-Unis et la plupart des marchés développés sont passés d'une économie fondée sur la fabrication à une économie fondée sur les services. Depuis 1950, les services représentent une part croissante du PIB américain (voir figure 1), un changement qui se reflète dans d'autres marchés développés à travers le monde. La baisse de la part du secteur manufacturier dans la production n'est pas un signe de faiblesse économique. Il peut en fait s'agir d'un signe d'efficacité accrue (la perte d'emplois dans le secteur manufacturier est en partie due à l'automatisation). Cependant, ce changement a bouleversé la recherche en investissements, et plus précisément la façon dont nous mesurons la valeur créée par les actifs incorporels.

**Figure 1. Les services, davantage présents dans le PIB américain depuis la Seconde Guerre mondiale**  
Services en pourcentage du PIB américain



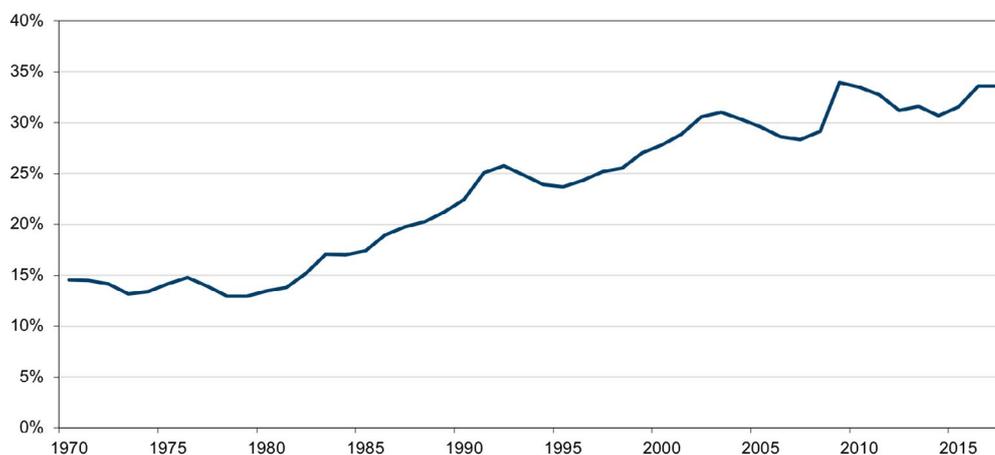
Source : Bureau of Economic Analysis ; données annuelles jusqu'en 2018.

## PRISE EN COMPTE DES ACTIFS INCORPORELS

La prise en compte des actifs incorporels était moins problématique lorsque l'économie américaine était fondée sur la fabrication. Il est relativement aisé de tenir compte des personnes, des bâtiments, des machines et des stocks. Cependant, avec la transition vers une économie de services, on a assisté à une transition de même ampleur de l'investissement, des actifs corporels vers des actifs incorporels, tels que la recherche fondamentale, les technologies de l'information et l'organisation des entreprises. En fait, les investissements dans les actifs incorporels ont plus que doublé depuis 1970 (figure 2).

**Figure 2. Hausse de l'investissement dans les actifs incorporels américains parallèlement à la transition vers une économie de services**

Part de la propriété intellectuelle dans l'investissement non résidentiel



Source : Bureau of Economic Analysis, Empirical Research Partners ; données annuelles jusqu'en 2017.

## EN QUOI CONSISTENT LES ACTIFS INCORPORELS ?

Le Financial Accounting Standards Board (FASB) définit les actifs incorporels comme des « actifs, autres que financiers, qui n'ont pas de substance physique », tandis que l'International Accounting Standards Board (IASB) propose la définition suivante : « un actif non monétaire identifiable sans substance physique ». De par leur nature, il peut être difficile de définir les actifs incorporels, mais en voici quelques exemples :

- Noms commerciaux
- Marques commerciales
- Domaines internet et présence sur les médias sociaux
- Brevets
- Logiciels informatiques exclusifs
- Recettes, procédés et secrets commerciaux
- Listes et fichiers clients
- Licences, baux, droits d'auteur

La meilleure façon de déterminer la valeur créée par les actifs incorporels fait l'objet de vastes débats au sein de la communauté des investisseurs. Les universitaires soutiennent que les modèles d'évaluation sont de plus en plus en décalage par rapport à l'économie et que les normes comptables mises au point à l'ère industrielle ne permettent pas de bien saisir la valeur, alors que l'économie s'oriente vers une économie de services.<sup>1</sup> L'analyse d'évaluation classique repose sur la production, mais lorsque les sociétés l'abandonnent au profit des services, les cadres d'analyse traditionnels fonctionnent moins bien.<sup>2</sup> Un examen des états financiers révèle un fait surprenant : la plupart des investissements dans les actifs incorporels n'y sont pas reflétés. C. Hulten et X. Hao ont en réalité constaté que la valeur comptable n'expliquait que 31% de la capitalisation boursière de 617 sociétés dont les activités de recherche et développement (R&D) sont importantes.<sup>3</sup> En d'autres termes, cette mesure standard ne reflète pas une part importante de la valeur de ces sociétés.

Les pratiques comptables généralement admises sont sans doute en cause. Selon les principes comptables généralement admis aux Etats-Unis (GAAP), les actifs incorporels développés en interne qui créent de la valeur sont considérés comme des charges (comme les salaires), sans tenir compte des avantages qu'ils procureront à l'entreprise à l'avenir. Le FASB justifie la passation en charges de la totalité des dépenses de R&D par le fait qu'il n'existe aucune preuve de rapport constant entre ces dépenses et les avantages ultérieurs pour un projet donné, même si certains de ces avantages peuvent durer des années. Les investisseurs capitalisent et amortissent généralement les dépenses de R&D sur 6 à 7 ans.<sup>4</sup>

Mais il n'y a pas que la R&D. Les sociétés peuvent également créer de la valeur via les frais de vente, frais généraux et dépenses administratives (SG&A). Cependant, le marché ne les reconnaît pas pleinement comme des « investissements » car d'aucuns considèrent qu'un ratio SG&A-to-sales élevé est révélateur d'un mauvais contrôle des coûts.<sup>5</sup> Il est intéressant de noter que les normes comptables prévoient que les entreprises peuvent uniquement comptabiliser le capital incorporel créé en interne dans le cas de fusions et acquisitions. Il apparaît alors en tant que goodwill. Cette règle est source d'embûches compte tenu de toute la latitude laissée au management dans l'évaluation des actifs incorporels acquis. Par conséquent, une entreprise qui obtient des actifs incorporels par le biais d'une acquisition aura une part plus élevée d'actifs incorporels inscrits à son bilan que celle qui les développe en interne, ce qui a une incidence sur les ratios d'évaluation (par exemple, le ratio cours/bénéfice et le ratio cours/valeur comptable) et les résultats. Cette disparité a été évoquée dans un article récent du CFA Institute qui s'est penché sur le cas de Microsoft et Apple : les actifs incorporels représentent 16,9% des actifs totaux de Microsoft, et ce essentiellement en raison de sa tendance à opérer des acquisitions, alors qu'ils ne représentent que 2,7% des actifs totaux d'Apple.<sup>6</sup> Ce type de disparités montre bien la nécessité de disposer de mécanismes permettant de procéder à une comparaison pertinente entre entreprises.

Si les actifs incorporels ne sont pas toujours pris en compte de façon cohérente, il a été clairement établi qu'ils sont à même de doper le cours des actions. Notons par exemple à cet égard la performance des actions FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Google). Au cours des cinq dernières années jusqu'au 30 septembre 2019, ce groupe a largement surperformé le marché dans son ensemble et, à nos yeux, les actifs incorporels expliquent la quasi-totalité du rendement excédentaire total de ces entreprises (figure 3).

<sup>1</sup> *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*, Baruch Lev et Feng Gu, (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2016).

<sup>2</sup> « *How Do You Measure a Technological Revolution?* » Carol A. Corrado et Charles R. Hulten, *The American Economic Review*, mai 2010.

<sup>3</sup> « *What Is a Company Really Worth? Intangible Capital and the 'Market to Book Value' Puzzle* », Charles R. Hulten, Xiaohui Hao, NBER Working Paper No. 14548, 2008.

<sup>4</sup> « *The Economic Value of the R&D Intangible Asset* », Marta Ballester, *European Accounting Review*, 2003.

<sup>5</sup> « *Market Valuation of Intangible Asset: Evidence on SG&A Expenditure* », Rajiv Banker, *The Accounting Review*, publication à venir.

<sup>6</sup> « *The Intangible Valuation Renaissance: Five Methods* », Antonella Puca, CFA, CIPM, CPA, et Mark Zyla, CFA, CPA/ABV, ASA, CFA Institute, 1/11/2019.

**Figure 3. Les actifs incorporels, source de surperformance**

Source : Bloomberg ; Columbia Threadneedle Investments ; jusqu'au 30 septembre 2019.

Note : rendements totaux cumulés du 30 septembre 2014 au 30 septembre 2019 ; 30 septembre 2014 = 100.

## ENQUETE SUR L'ATTITUDE DES INVESTISSEURS

*Recherche initiale menée par Columbia Threadneedle Investments*

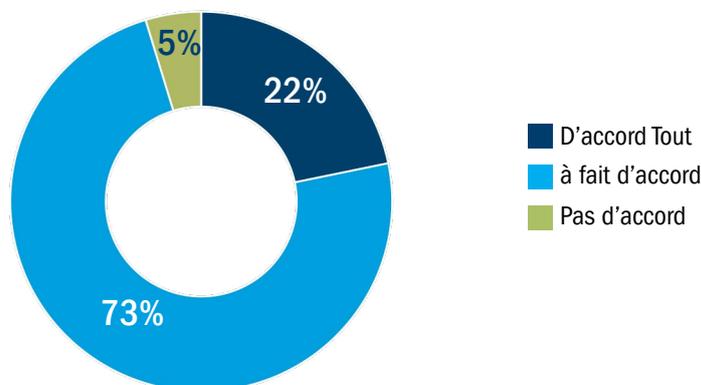
Dans la mesure où les actifs incorporels font débat parmi les investisseurs, Columbia Threadneedle Investments a sondé ces derniers afin de connaître leur opinion en la matière. Le sondage a notamment été mené auprès de CIO, de directeurs de recherche, de gérants de portefeuilles et d'analystes travaillant dans la gestion d'actifs, ainsi qu'auprès de compagnies d'assurance, des fonds de dotation, de fondations, de courtiers-négociants et de fonds de pension privés (Les collaborateurs de Columbia Threadneedle Investments n'y ont pas pris part.). Les participants travaillent dans différents secteurs à travers le monde et gèrent entre 500 millions et 50 milliards USD ou plus. Les principaux constats sont les suivants :

1. Il existe un consensus sur le fait que l'analyse des actifs incorporels procure un avantage concurrentiel aux investisseurs, et sur l'importance croissante de la recherche portant sur ces actifs dans les travaux d'analyse. Toutefois, si les investisseurs sont d'avis que les informations sur les actifs incorporels sont facilement accessibles, ils estiment que celles-ci sont souvent peu fiables, incomplètes ou inexactes.
2. Tout en reconnaissant l'importance croissante des actifs incorporels, les investisseurs affirment que les processus d'investissement n'ont peut-être pas été suffisamment adaptés à ce changement.
3. Des réformes réglementaires, telles qu'une transparence accrue, une application plus stricte des droits de propriété intellectuelle et un traitement comptable normalisé, pourraient permettre de mieux comprendre les actifs incorporels.

Il est largement admis que les actifs incorporels renferment des informations précieuses sur les perspectives d'une entreprise. Seuls 5% des répondants ne sont pas d'accord avec l'idée selon laquelle ces actifs fournissent des informations importantes sur la robustesse future du modèle d'affaires de l'entreprise (figure 4).

**Figure 4. Les actifs incorporels témoignent de la solidité du modèle d'affaires des sociétés**

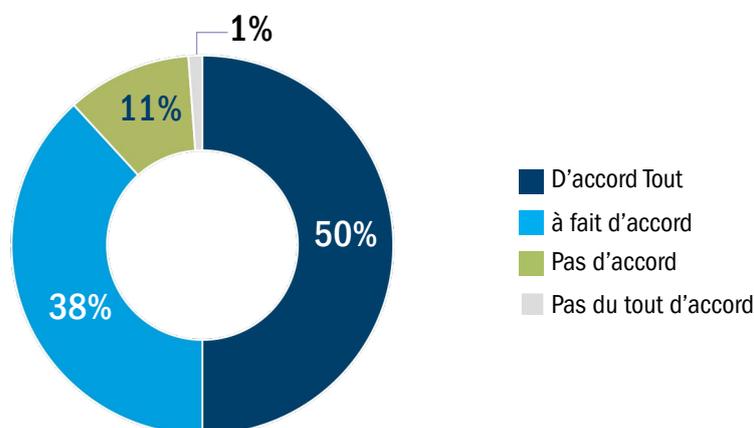
« Les actifs incorporels d'une société renferment des informations importantes sur la solidité future de son modèle d'affaires. »



Les participants s'accordent à dire que les méthodes d'évaluation classiques ne permettent pas à elles seules d'établir une évaluation globale. En d'autres termes, les investisseurs doivent tenir compte des actifs incorporels afin de dresser un tableau pertinent de la valeur des entreprises. Les responsables des investissements s'entendent généralement pour dire que les actifs incorporels influencent grandement l'évaluation classique des flux de trésorerie actualisés, 88% d'entre eux étant d'accord et 50%, tout à fait d'accord (figure 5).

**Figure 5. Les investisseurs appellent à l'intégration des actifs incorporels dans l'analyse des sociétés**

« Les méthodes d'évaluation classiques, telles que celle des flux de trésorerie actualisés, ne conviennent pas si elles ne tiennent pas compte des actifs incorporels. »



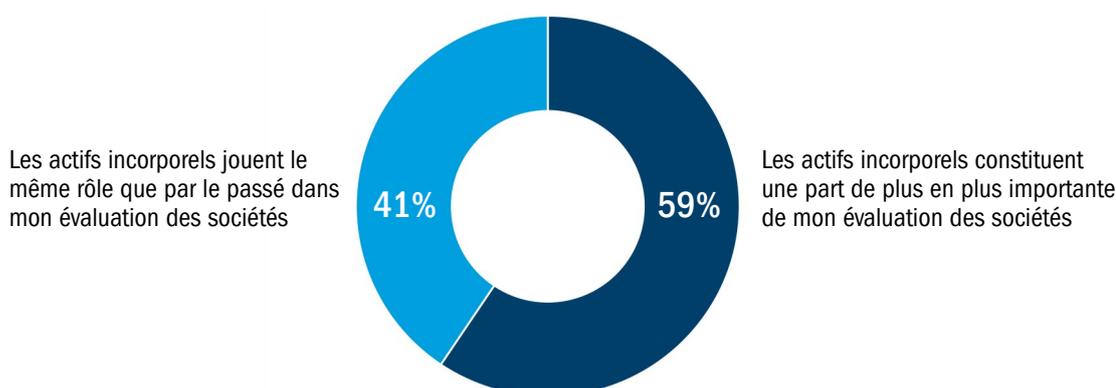
D'après les participants au sondage, d'autres méthodologies employées conjointement à celle des flux de trésorerie actualisés et à d'autres techniques traditionnelles jouent un rôle. Pour l'un des répondants, « On peut examiner le prix du marché et se demander ce qu'il nous indique sur la valeur des flux de trésorerie liquides par rapport à d'autres postes du bilan qui ne sont pas monétisés aujourd'hui. Il s'agirait là d'une approche différente de celle qui consiste à passer en revue chaque ligne et à indiquer : « Le goodwill vaut entre x et y, les actifs incorporels valent de a à b, et ainsi de suite ». »

Les répondants ont également reconnu l'importance croissante des actifs incorporels dans leur analyse des investissements, près de 60% d'entre eux convenant que l'analyse de ces actifs revêt de plus en plus d'importance dans leur travail d'évaluation. Certains participants opèrent toutefois une distinction entre la

valeur perçue et les nouvelles méthodologies. « Les actifs incorporels sont toujours importants, mais leur valeur est plus évidente [lorsque l'on dispose] de plus de données sur une société pour dresser un tableau détaillé de ses activités », a déclaré un répondant (figure 6). Pour un autre, « Ce n'est pas tant la valeur des actifs incorporels qui a changé, mais bien notre capacité à reconnaître leur valeur ».

**Figure 6. Les investisseurs ont de plus en plus recours aux actifs incorporels pour évaluer les opportunités d'investissement**

Parmi les énoncés suivant, lequel décrit le mieux le rôle des actifs incorporels dans votre évaluation des sociétés de votre secteur ?

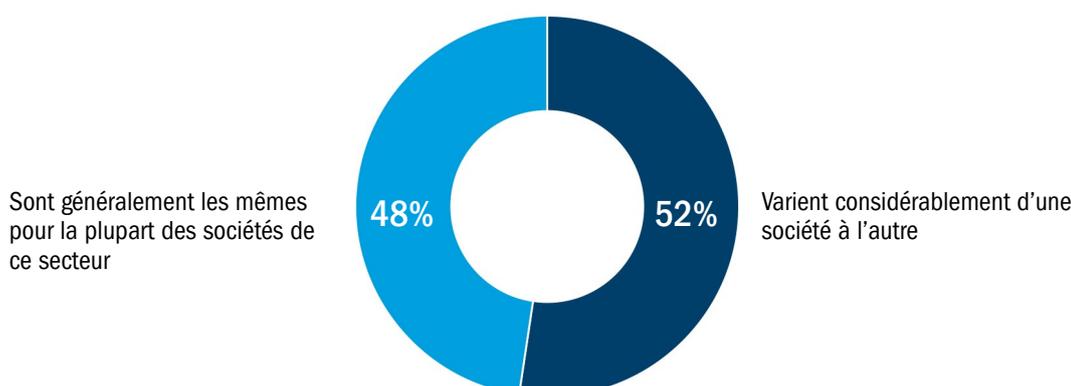


Selon les responsables, les informations nécessaires à une analyse approfondie des sociétés sont facilement accessibles. Dans le même temps, les participants notent que les conclusions sont inévitablement subjectives. L'évaluation peut être à la fois un art subjectif et une science analytique et combine souvent les deux compétences. Toutefois, les répondants ne sont pas toujours à l'aise avec cette composante subjective.

Si les investisseurs s'accordent sur l'importance croissante des actifs incorporels et sur les défis que pose l'utilisation de mesures d'évaluation traditionnelles pour saisir la valeur d'une société, les processus de recherche n'ont pas toujours évolué. De même, les investisseurs ne font pas toujours de distinction entre sociétés ou secteurs. Par exemple, si la valeur d'une plateforme logicielle exclusive varie d'une société à l'autre et d'un secteur à l'autre, les analystes doivent être en mesure de déterminer quand il peut être utile de faire appel aux modèles analytiques d'un secteur voisin, tout en tenant compte des limites qui peuvent exister à cet égard. Alors que la moitié des investisseurs interrogés opèrent une distinction entre les sociétés dans le cadre de leur évaluation des actifs incorporels au sein d'un secteur, la répartition presque égale des participants à la figure 7 montre que beaucoup adoptent une approche routinière.

**Figure 7. Diversité des actifs incorporels au sein d'un secteur**

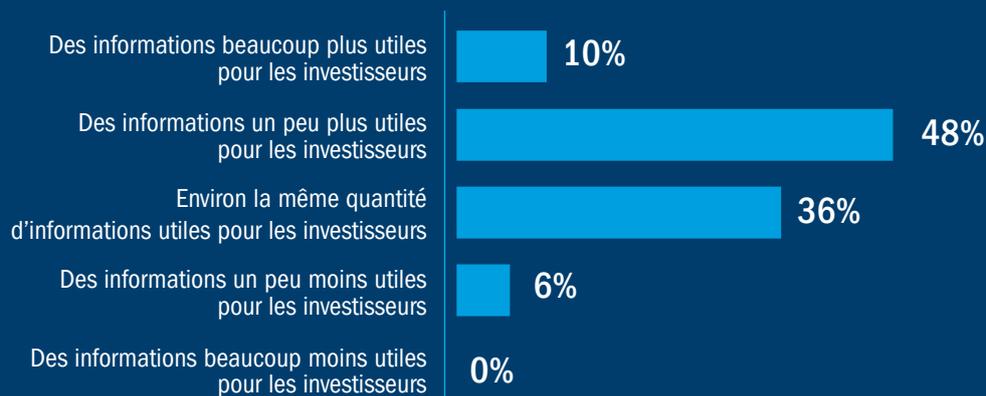
« Les actifs incorporels les plus importants dans mon secteur... »



Compte tenu de la grande diversité qui peut exister entre les secteurs ou au sein même d'un secteur en termes de catégories et d'importance des actifs incorporels, cette approche universelle signifie que les cours des titres peuvent ne pas refléter fidèlement la valeur de ces actifs. Par ailleurs, les investisseurs sont susceptibles de surévaluer l'utilité des informations sur les actifs incorporels intégrés dans le goodwill par rapport à ceux développés en interne.

**Figure 8. Actifs incorporels développés en interne vs goodwill**

« Les actifs incorporels intégrés au goodwill dans le cadre d'acquisitions révèlent généralement \_\_\_\_\_ que ceux développés dans le cadre des activités de l'entreprise. »



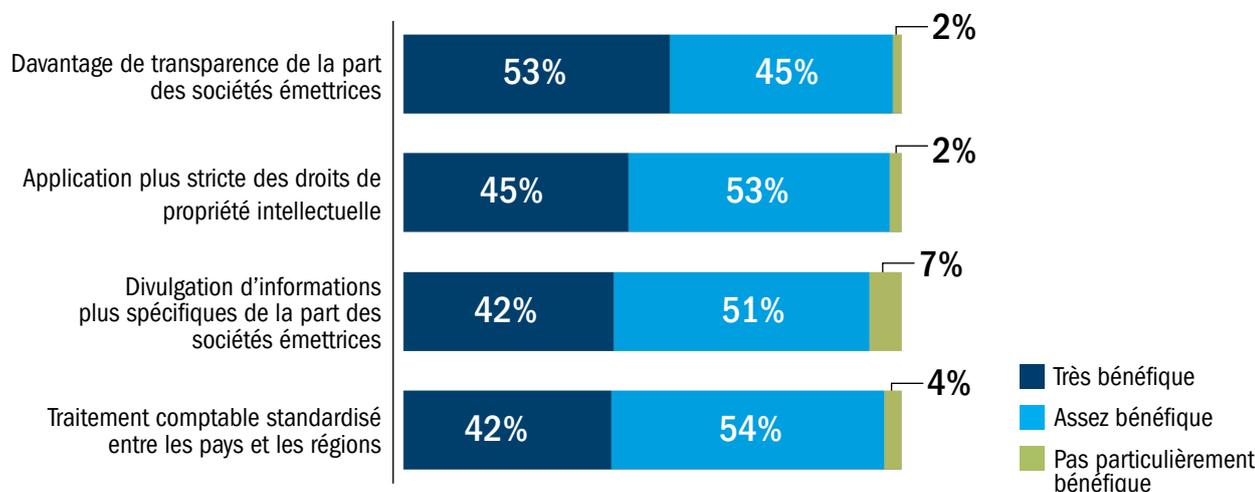
Les actifs incorporels sont généralement intégrés au goodwill lorsque des sociétés font des acquisitions. Les lacunes de la comptabilité d'acquisition et le fait que ces opérations affichent généralement une prime par rapport à la valeur de marché actuelle représentent une opportunité pour les analystes fondamentaux. En d'autres termes, pour bien comprendre le goodwill, il faut savoir ce qu'il comprend.

Si les personnes sondées ont mis l'accent sur le goodwill, on note un certain scepticisme. « Le goodwill reflète simplement ce que l'acquéreur a dû faire pour que l'opération soit conclue et ce que son management était disposé à payer. Le goodwill que génère une société grâce à ses activités est très précieux, mais c'est un autre type de goodwill », note un autre participant à l'enquête. Un analyste, spécialisé dans la technologie et les soins de santé, déclare : « La plupart de nos analyses suggèrent que les acquisitions ont généralement un impact négatif. Les sociétés qui y consacrent beaucoup d'argent ont tendance à sous-performer. Il peut y avoir plusieurs explications, mais je pense que c'est surtout dû au fait que les entreprises paient trop cher. Dans leur quête frénétique de nouvelles acquisitions, les sociétés ont tendance à payer trop. »

Dans un souci d'amélioration de la supervision, la plupart des investisseurs souhaiteraient que les entreprises fournissent des informations plus transparentes et plus précises et que les droits de propriété intellectuelle (PI) soient mieux respectés. Face aux divergences persistantes entre normes comptables à travers le monde, 97% des participants réclament des approches comptables plus standardisées.

**Figure 9. Les investisseurs appellent à la transparence et à une application plus stricte des droits de PI**

Dans quelle mesure les changements suivants au niveau du reporting des sociétés et de la surveillance réglementaire seraient-ils bénéfiques dans le cadre de votre évaluation des actifs incorporels ?



## ANALYSE FONDAMENTALE

*Une analyse rigoureuse des actifs incorporels peut permettre de dégager des gagnants et des perdants.*

Les informations contenues dans les états financiers sur les actifs incorporels peuvent être incomplètes. Néanmoins, les investisseurs institutionnels disposent d'informations autres que les rapports financiers et peuvent notamment être en contact avec le management, entretenir des relations avec des leaders d'opinion importants et disposer de connaissances approfondies du secteur, autant d'éléments indispensables pour comprendre l'impact des actifs incorporels sur la valeur des sociétés.

Ces ressources de recherche sont particulièrement utiles lorsqu'elles sont appliquées à de petites entreprises en début de vie car c'est à ce moment que les sociétés peuvent rapidement développer des actifs incorporels. Par exemple, les jeunes sociétés biotechnologiques n'ont souvent pas de revenus, mais pourraient posséder une propriété intellectuelle et des processus scientifiques précieux leur permettant de mettre au point un traitement contre une maladie débilitante. Contrairement aux « actifs physiques », ce type d'actifs incorporels est difficile à identifier et à évaluer. Est-il possible d'évaluer une capacité de développement d'intelligence artificielle ? Si de nombreux participants au sondage ont plaidé en faveur d'une divulgation accrue de la part des sociétés et d'une meilleure surveillance de la part des régulateurs, ces changements permettraient de réduire le déséquilibre informationnel qui prévaut au sein des sociétés dotées d'actifs incorporels considérables et réduiraient l'avantage dont jouissent les gestionnaires d'actifs disposant de ressources conséquentes.

Columbia Threadneedle Investments a constaté que l'analyse fondamentale permettait, dans de nombreux cas, de révéler la valeur des actifs incorporels, les actifs incorporels intégrés constituant une barrière à l'entrée beaucoup plus solide que ce qui était escompté par d'autres investisseurs, d'où un taux de croissance supérieur aux prévisions. Les actifs corporels, tels que les centres de production, les plateformes pétrolières et les mines, peuvent être reproduits par toute personne disposant de capitaux suffisants. Les actifs incorporels sont beaucoup plus difficiles à copier. Il ne suffit pas de faire appel à un groupe donné de fournisseurs pour développer de tels actifs. Ils nécessitent des investissements importants en R&D et en marketing, sans succès garanti à la clé. Ces entreprises ont souvent l'avantage d'être les premières à agir, disposent d'effets de réseau et jouissent d'une adhésion élevée vis-à-vis des aspects stratégiques de leurs activités.

## ETUDES DE CAS

 Square

**Square, une société de services aux commerçants et de paiements**

Square a démarré son activité en 2009 à San Francisco (Californie), avec un lecteur de carte de crédit conçu pour se connecter à un smartphone. Le lecteur Square permettait aux petits commerçants de traiter les transactions par carte de crédit facilement et à moindre coût, ce qui auparavant n'était pas possible pour les petits commerçants ou les particuliers, nécessitant un équipement encombrant et occasionnait des frais de service considérables. Au cours des 10 dernières années, Square est devenu un acteur clé dans les produits logiciels et matériels pour « points de vente », poursuivant le déploiement de son propre logiciel de cartes de débit professionnelles et de paie et étendant ses activités à la livraison de produits alimentaires.

**Valeur de la plateforme exclusive d'acquisition de clients en tant qu'actif incorporel**

Lorsque Square a fait son entrée dans le secteur des paiements, il s'agissait d'un environnement mature et compétitif avec peu de différenciation. L'acquisition de nouveaux clients se faisait par l'intermédiaire d'une force de vente dédiée ou via une orientation des banques.

En se concentrant sur les petits commerçants et les particuliers, Square a entrepris de conquérir une partie du marché qui n'intéressait guère les autres acteurs en développant une plateforme exclusive destinée à acquérir des clients. Elle a rendu les paiements mobiles accessibles à tous (les banques rejetant habituellement de 40 à 50% des demandes de paiement émanant de microentreprises et de startups) et a offert un accès en libre-service. Le lecteur de carte de crédit et le compte Square pouvaient être acquis et configurés en ligne, ouvrant ainsi le système de paiements par carte de crédit à un plus grand nombre de personnes. Au moment de son introduction en bourse, Square n'avait pas d'équipe de vente, alors que nombre de ses concurrents disposaient d'une force de vente de plusieurs milliers de collaborateurs.

Si certains éléments de cette plateforme sont reprise au poste Recherche et développement du bilan, la valeur que représente cette plateforme pour Square dépasse désormais les coûts d'équipement et de codage. Un concurrent cherchant à reproduire le modèle de Square devrait probablement dépenser des dizaines de milliards pour créer un système équivalent.

Pour évaluer la valeur de la plateforme exclusive de Square, il a fallu s'appuyer sur la connaissance du modèle de paiements traditionnel ainsi que des modèles SaaS (Software as a Service) du secteur technologique. C'est l'intégration du modèle SaaS, traditionnellement utilisé dans la modélisation des entreprises actives dans les technologies de l'information, qui a permis de comprendre la stratégie d'acquisition numérique de Square et de modéliser sa croissance future.

 **eog resources**
**EOG Resources, société d'exploration et de production d'énergie**

EOG a été fondée en 1999. Cette société est issue d'Enron et opère dans les régions productrices d'énergie des États-Unis. Comme la plupart des opérateurs de ce secteur, EOG accroît ses bénéfices de deux façons : en augmentant l'efficacité de ses activités d'extraction ou tout simplement en extrayant davantage. D'aucuns peuvent penser que les actifs incorporels n'entrent pas dans l'évaluation d'un secteur dont les entreprises sont fortement tributaires de biens d'équipement. Toutefois, les actifs incorporels peuvent également jouer un rôle important dans l'évaluation des sociétés de secteurs à forte intensité d'actifs.

**Un référentiel de données en tant qu'actif incorporel**

L'exploration et la production d'énergie englobent toute une série d'activités répétitives qui peuvent être suivies. Dans le cas d'EOG, cet engagement à collecter et à exploiter ces données joue désormais un rôle essentiel dans la détermination de la valeur de l'entreprise. Comme dans tous les secteurs à forte intensité d'actifs, il est crucial de réduire le temps non productif des équipements. Dans le cas d'EOG, la société a mis au point un dispositif pour chaque tête de puits qui recueille des données sur l'efficacité opérationnelle et établit des rapports quotidiens. Grâce à ces données, la société peut confier des tâches de maintenance préventive aux ingénieurs, réduire le temps qu'un puits peut passer hors ligne et optimiser ainsi son efficacité.

Les analystes disposant d'une connaissance approfondie des niveaux de production du secteur dans des environnements analogues ont pu constater qu'EOG était en train de se réinventer pour utiliser les données comme un avantage concurrentiel, et traduire ce constat en une évaluation quantifiable de la valeur de l'entreprise. En évaluant comment EOG surperformait ses pairs, un analyste est parvenu à développer un modèle qui évaluait adéquatement le référentiel de données de la société.

Note : ces exemples sont fournis à titre indicatif uniquement. Il se peut que les titres aient été détenus ou non dans un portefeuille de Columbia Threadneedle Investments et qu'ils ne se soient pas avérés rentables, le cas échéant. Les analyses contenues dans ce document ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement.

## CONCLUSION

Compte tenu de l'importance croissante des actifs incorporels au sein des sociétés, les investisseurs ont dû tenter de comprendre la valeur qu'ils génèrent. Au vu de l'information imparfaite, une analyse rigoureuse est nécessaire pour déceler la valeur potentielle de ces sociétés qui ont acquis un avantage concurrentiel grâce à leurs actifs incorporels. De même, la recherche en investissements peut permettre d'éviter les entreprises qui n'ont pas suffisamment investi ou qui ont mal représenté la robustesse de leurs actifs incorporels.

La valeur des actifs incorporels est plus évidente lorsque l'on peut traiter davantage de données sur une société et dresser un tableau détaillé de ses activités. Ceci plaide en faveur d'une organisation indépendante de recherche intensive pour les gestionnaires d'actifs, qui décloisonnerait l'analyse. Une approche collaborative qui intègre la recherche fondamentale, quantitative et ESG est la plus efficace pour déceler et évaluer les actifs incorporels et, au final, pour comprendre pourquoi un modèle d'affaires donné est concluant pour une entreprise, mais pas pour une autre.

Le fait qu'un gestionnaire actif soit à même de comprendre que les actifs incorporels peuvent être source de surperformance représente un avantage concurrentiel lors de la prise de décisions d'investissement. Si l'efficacité du marché est largement reconnue, notre sondage révèle des disparités tant dans l'interprétation que dans la présentation des données. L'évaluation des actifs incorporels joue un rôle de plus en plus important dans l'analyse des états financiers et est essentielle pour déterminer la véritable valeur de marché d'une entreprise. Tant que l'évaluation d'actifs « manquant de substance physique » constituera un élément clé du processus d'investissement, l'intensité de la recherche appuiera la capacité des gestionnaires d'investissement à générer de l'alpha.

## A PROPOS DE COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Des millions d'investisseurs de par le monde font confiance à Columbia Threadneedle Investments pour gérer leurs fonds.

Nous supervisons les investissements des investisseurs particuliers, des conseillers financiers, des gestionnaires de fortune ainsi que des compagnies d'assurance, des fonds de pension et d'autres institutions.

Au total, ils nous confient plus de 450 milliards USD.<sup>7</sup>

Pour tous nos clients, l'argent est associé à des besoins, des rêves et des espoirs. Notre rôle est de les aider à les concrétiser.

Nous sommes expressément structurés pour contribuer à votre succès. Nous disposons d'un vaste rayon d'action et d'une équipe mondiale de 2 000<sup>7</sup> collaborateurs travaillant main dans la main. Grâce à nos 450 professionnels de l'investissement<sup>7</sup> qui partagent des perspectives mondiales sur l'ensemble des principales classes d'actifs et des grands marchés, nous pouvons mettre en œuvre une expertise diversifiée. Nos clients ont accès à un large éventail de stratégies d'investissement et nous sommes en mesure de créer des solutions personnalisées adaptées aux exigences spécifiques de nos clients.

La trame de fond de notre philosophie d'investissement s'appuie sur les recherches intenses menées par 190 analystes<sup>7</sup> qui s'efforcent de trouver des idées originales et exploitables qu'ils partagent avec nos gérants de portefeuille. Nous attachons une grande importance aux principes de l'investissement responsable (IR) et utilisons des outils exclusifs pour construire un cadre IR robuste soutenu par une meilleure analyse. Nous exploitons ces connaissances afin de prendre des décisions d'investissement plus éclairées dans l'intérêt de nos clients.

Notre équipe indépendante Conseils et surveillance des investissements a recours à une approche « 5P » unique pour garantir l'intégrité de nos stratégies d'investissement et favoriser leur amélioration continue. L'équipe travaille en partenariat avec nos gérants de portefeuille afin de garantir que les stratégies sont mises en œuvre conformément aux objectifs et à l'approche convenue, en cohérence avec les attentes du client et le résultat souhaité.

À tous nos clients, nous adressons un seul et même message : votre succès est notre priorité.

<sup>7</sup>Toutes les données sont valables au 30 septembre 2019.

## **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs.**

### **Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers).**

Le présent document a été produit à des fins promotionnelles. Les analyses contenues dans le présent document n'ont pas été préparées conformément aux prescriptions légales visant à promouvoir leur indépendance. Ces analyses ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité.

Threadneedle Asset Management Limited (TAML), une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204. Siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Publié à Hong Kong par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司 (« TPSHKL »). Siège social : Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place Hong Kong. Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 32) sous le n° 1173058. La société est agréée et réglementée à Hong Kong par la Securities and Futures Commission. L'agrément n'implique en aucun cas une approbation ou une recommandation officielle. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par une quelconque autorité de tutelle à Hong Kong. Il est recommandé de considérer ce dernier avec la prudence requise. En cas de doute quant au contenu de ce document, il vous est recommandé de consulter un conseiller professionnel indépendant.

Publié à Singapour par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519. Numéro de licence : CMS100182-1. Le présent document est publié à Singapour et est uniquement destiné aux investisseurs institutionnels ou agréés (tels que définis dans la Securities and Futures Act de Singapour, chapitre 289) à Singapour. Le présent document est uniquement destiné aux investisseurs institutionnels ou agréés.