

Utilité informative du *goodwill* : analyse comparée
selon le référentiel comptable américain (US GAAP) et
le référentiel international d'information financière
(IFRS)

Thèse

présentée à la Faculté des sciences économiques et sociales et du
management de l'Université de Fribourg (Suisse)

par

Antoinette Esposito-Cano
de Savigny (France)

pour l'obtention du grade de
Docteur ès sciences économiques et sociales

Acceptée par la Faculté des Sciences économiques et sociales et du
management le 23.02.2026 sur proposition de

Monsieur le Prof. Dr. Franck Missonier-Piera (premier rapporteur)
Monsieur le Prof. Dr. François Aubert (deuxième rapporteur)

Fribourg, 2026

La Faculté des sciences économiques et sociales et du management de l'Université de Fribourg (Suisse) n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions émises dans une thèse : elles doivent être considérées comme propres à l'auteur. (Décision du Conseil de Faculté du 23 janvier 1990)

« Je veux chercher si, dans l'ordre civil, il peut y avoir quelque règle d'administration légitime et sûre, en prenant les hommes tels qu'ils sont et les lois telles qu'elles peuvent être. Je tâcherai d'allier toujours, dans cette recherche, ce que le droit permet avec ce que l'intérêt prescrit, afin que la justice et l'utilité ne se trouvent point divisées. »

Jean-Jacques Rousseau, Du contrat social ou Principes du Droit Politique, Livre 1

Remerciements

Dans son ouvrage intitulé Comment écrire sa thèse¹, Umberto Eco énonce le principe suivant : nul besoin de remercier son directeur de thèse. Je me dois pourtant de le faire ici, considérant combien le Professeur Franck Missonier-Piera a été présent et à l'écoute durant ces années de recherche doctorale. C'est lui qui m'a tout d'abord encouragée à me lancer dans la rédaction d'une thèse de doctorat. Même si l'exercice intellectuel m'a enthousiasmé, le travail que cela représente, en plus d'un poste en entreprise déjà très prenant, s'est avéré considérable. Professeur Missonier-Piera s'est montré d'un soutien indéfectible, patient et de très bon conseil. Le degré d'autonomie qu'il m'a laissé m'a permis de rendre ce programme doctoral compatible avec mes responsabilités en entreprise et mes engagements professionnels. Je lui exprime ici ma profonde gratitude. Sa confiance m'honore et m'oblige.

Mes remerciements vont également à Diana Vázquez Espinosa, doctorante à l'Université de Fribourg et assistante auprès du Professeur Missonier-Piera, pour sa disponibilité, son aide et ses précieux conseils dans la collecte de données, le maniement des bases de données FactSet et Datastream et l'utilisation du logiciel Stata. Je lui exprime ici toute ma sincère reconnaissance.

Je voudrais également citer les participants les plus fidèles à mes séminaires et conférences auprès d'Expert Suisse, dont les retours d'expérience en tant que praticiens ont nourri les réflexions théoriques nécessaires à cette thèse. J'ai également une pensée émue pour les étudiants de la Haute Ecole de Gestion de Genève, les participants aux cours de Virgile Formation pour la préparation au Diplôme Fédéral d'Expert en Finance et Controlling, et toutes les personnes que j'ai eu l'honneur d'accompagner durant leur parcours de formation professionnelle ou académique, auprès de qui j'ai beaucoup appris, prenant peu à peu conscience des problématiques qui entourent les regroupements d'entreprises. Nos

¹ Eco, Umberto (auteur), Cantagrel, Laurent (traduction), 2016. *Comment écrire sa thèse*. Paris : Flammarion.

échanges m'ont aidée à définir l'objet de cette thèse et ont ainsi contribué à ce travail. Qu'elles en soient ici remerciées.

Il me tient à cœur de citer également les enseignants qui ont su, dès mon plus jeune âge, éveiller, puis nourrir, une insatiable curiosité intellectuelle. Ils m'ont montré le chemin, certes escarpé, parfois ardu, mais ô combien enrichissant, de la connaissance. Ils ont ouvert la voie puis continué, par leur figure inspirante, à m'accompagner, durant toute ma vie d'adulte, sur un parcours de vie marqué par la réflexion critique et la transmission du savoir.

Je dois l'aboutissement de ce projet doctoral, et la satisfaction intellectuelle qu'il me procure, à ma famille, mon époux et mes enfants. Comment ne pas me sentir redevable au vu de leur patience et le respect qu'ils ont su témoigner pour ce travail, en acceptant de me voir consacrer de longues heures à l'étude, la recherche et la rédaction de cette thèse. Ils ont respecté mes silences, mes absences, mon manque de disponibilité. Mais dans les moments de doute, ils étaient présents, et ont su m'encourager à persévérer et à faire aboutir ce programme doctoral. Cette thèse leur est dédiée.

A mes parents enfin, dont ce doctorat est l'aboutissement d'un long cycle d'études rendu possible grâce à leur dévouement et leurs sacrifices. A celles et ceux qui m'ont précédée, à celles et ceux qui me succéderont ; à celles et ceux qui, n'ayant pas la prétention de vouloir tout expliquer ou connaître, m'ont appris l'humilité de toujours vouloir comprendre, apprendre puis transmettre.

Résumé

Comme tout système d'information reposant sur des symboles, essentiellement numériques, la représentation comptable est perçue comme un jeu de miroir, devant refléter aussi fidèlement que possible la transaction réelle qu'elle est censée retranscrire. Ceci est particulièrement vrai du bilan, souvent présenté comme une photographie, un état d'inventaire, à une date donnée. L'image alors reflétée est certes imparfaite, mais elle se doit d'être fidèle à la réalité des transactions dont on veut rendre compte. Un bilan comptable reste cependant un objet unidimensionnel, une représentation symbolique en lignes de chiffres alors que la réalité d'une entreprise est bien plus complexe. Cette dernière comporte en effet au moins trois dimensions : la dimension sociale, la dimension légale et la dimension économique. Selon les attentes et les spécificités des utilisateurs de l'information comptable et financière, le bilan s'inscrit dans l'une de ces trois dimensions. La dimension sociale reste la plus difficile à retranscrire et la comptabilité capture mal l'entreprise en tant que communauté de personnes. Les rapports sociaux, notamment vis à vis des employés et autres parties prenantes constitutives de ce qu'on appelle le capital humain ou le capital organisationnel, se limitent souvent à une structure de coûts plutôt qu'une ressource-clé reconnue au bilan (Jubé, 2011). Dans la verticalité du Droit comptable et dans l'objectif de « rendre des comptes » vis à vis de l'Etat, des créanciers et autres parties contractantes, le bilan s'attache à faire l'inventaire des obligations légales et droits contractuels de la société en tant que personne morale (Supiot, 2015). Enfin, dans l'horizontalité du Marché, l'utilité de l'information comptable est jugée selon la perspective économique du participant de marché, sa capacité à « rendre compte » du modèle d'affaires et son potentiel de création de valeur. Pour l'investisseur, l'information comptable doit permettre l'évaluation du titre financier, mesurable en termes de flux de trésorerie. Le bilan se lit alors comme un état de la situation financière, reposant sur des définitions élargies des actifs et passifs qui le composent. La juste valeur, ou l'évaluation actuarielle quand des données observables de marché ne sont pas disponibles, devient unité de mesure au bilan et tend à se substituer au coût historique afin de rapprocher l'information comptable de la valeur assignée par les participants de marché au modèle d'affaires de l'entreprise et sa capacité à générer des avantages économiques futurs sous forme de flux de trésorerie (Jubé, 2011). Dans une logique de gouvernance actionnariale,

la verticalité de la relation principal (actionnaire) – agent (dirigeant) se substitue à la verticalité du Droit. L'information financière doit ainsi permettre d'évaluer, voire limiter, les coûts d'agence.

Cette réalité economico-financière et ce basculement de la comptabilité statutaire (dimension légale des sociétés non cotées et entreprises individuelles) vers une comptabilité financière (dimension économique des sociétés cotées et des groupes consolidés) est particulièrement bien illustrée dans le cas des regroupements d'entreprises. Par l'interdiction de la méthode dite de mise en commun d'intérêts et l'application obligatoire de la méthode d'acquisition, le référentiel comptable américain (US GAAP)² et le référentiel international d'information financière (IFRS)³ requièrent l'identification et l'inscription au bilan de l'intégralité du prix d'acquisition, des actifs acquis et passifs assumés le composant, y compris « le Reste »⁴, cet écart résiduel constituant l'écart d'acquisition (*goodwill*). Pour le référentiel comptable américain, il s'agit de la norme *Financial Accounting Statement* No. 141, *Business Combinations*, publiée en 2001 (« FAS 141 »), puis révisée en 2007 (« FAS 141R ») pour les regroupements d'entreprises. Concernant la comptabilisation post-acquisition de l'écart d'acquisition, il s'agit de la norme *Financial Accounting Statement* No. 142, *Goodwill and other intangible assets*, (« FAS 142 » dans sa version originale, « FAS 142R » dans sa version révisée) publiée de manière concomitante à la norme relative aux regroupements d'entreprises⁵. Concernant le référentiel international, il s'agit de la norme *International Financial Reporting Standard* No. 3, *Business Combinations*, publiée en 2004 (« IFRS 3 »), puis révisée en 2008 (« IFRS 3R »). Ces nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises

² Principes comptables généralement admis aux Etats-Unis, traduction française de *Generally Accepted Accounting Principles in the U.S.* (US GAAP).

³ L'acronyme IFRS fait référence aux normes internationales de *reporting* financier (*International Financial Reporting Standards*).

⁴ Référence faite à l'essai de Jean Baudrillard intitulé *Simulacres et Simulation* (Baudrillard, Jean, 1981. *Simulacres et simulation*. Paris : Galilée).

⁵ Avec l'entrée en vigueur en 2009 de la nouvelle nomenclature applicable au référentiel comptable américain (*US GAAP Codification*), ces normes ont désormais pour référence Accounting Standard Codification No. 805, *Business Combinations* (« ASC 805 ») et Accounting Standard Codification No. 350, *Impairment Testing* (« ASC 350 »). Cette thèse reposant sur une revue historique quant à l'évolution des modèles comptables appliqués aux regroupements d'entreprises et au *goodwill* post-acquisition, nous utilisons de manière prépondérante les anciennes références (FAS 141, FAS 141R, FAS 142, FAS 142R).

ont été accompagnées de révisions à la norme *International Accounting Standard No. 36, Impairment of assets* (« IAS 36 »), qui prescrit le modèle de comptabilisation post-acquisition du *goodwill*. Il s'agit pour les organes normalisateurs d'aligner valeur comptable et valeur de marché, en réponse notamment à l'essor dès la fin des années 1990 des éléments immatériels constituant les modèles d'affaires des entreprises dites du capitalisme cognitif⁶.

Dans une approche positiviste, la normalisation comptable cherche à créer des conditions idéales de *reporting*, faisant écho à l'efficacité des marchés, son pendant dans la sphère économique et financière. Mais une question principale reste posée, plusieurs décennies après la publication des normes FAS 141 et IFRS 3 : Quelle est l'utilité informative, pour les investisseurs, de cette information bilantielle ? Le problème se cristallise tout particulièrement dans le *goodwill*, dont il est difficile de définir la nature : simple ajustement de consolidation, prime de contrôle, synergies payées, ADN d'une entreprise en tant que capital organisationnel et humain ? Contient-il, au contraire, une part d'erreur d'appréciation, voire un surprix ?

La nature même de l'écart d'acquisition, élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition dans un regroupement d'entreprises, rend difficile la conceptualisation de son modèle de comptabilisation. Le *goodwill* est-il *vraiment* un actif ? La question reste récurrente et semble presque philosophique. Répondre par la négative conduit certains référentiels, comme par exemple le référentiel comptable international suisse, à permettre la comptabilisation initiale du *goodwill* contre les capitaux propres. Répondre au contraire à cette question par l'affirmative revient à reconnaître le *goodwill* comme un actif à part entière, répondant aux trois critères suivants : il s'agit d'une ressource contrôlée, de laquelle l'entité attend des avantages économiques futurs, et dont le montant peut être déterminé de manière fiable⁷.

⁶ On pourrait aussi parler de « capitalisme conceptuel », pour paraphraser Alan Greenspan qui a parlé de *conceptual industries* (cité dans Lev and Gu, 2016 ; page 37).

⁷ Avec la publication du nouveau Cadre Conceptuel IFRS, révisé en 2018, un actif se définit comme « une ressource économique actuelle contrôlée par l'entité du fait d'événements passés. Une ressource économique est un droit qui a le potentiel de produire des avantages économiques. L'avantage économique

Le *goodwill* est un signe comptable, avec comme référent réel l'acquisition d'entreprise l'ayant généré. Sa représentation comptable, en date d'acquisition en tant qu'actif incorporel, puis post-acquisition lors du test de dépréciation auquel il est désormais soumis au moins annuellement, doit remplir l'objectif marqué par les organes normalisateurs de pertinence (*relevance*) et image fidèle (*representational faithfulness*) dans la transcription comptable du phénomène économique (*underlying economics*) que le *goodwill* est censé représenter. Le *goodwill*, en tant qu'élément résiduel du regroupement d'entreprises, doit donc être une représentation comptable aussi fidèle que possible des sous-jacents économiques réels que sont l'évaluation de l'entreprise-cible, la négociation du prix d'acquisition, son paiement, les autres éléments, souvent immatériels, inclus dans le regroupement d'entreprises et enfin l'intégration de l'entreprise acquise, avec la contribution de cette dernière à la performance économique du groupe, une fois intégrée dans son périmètre de consolidation et son modèle d'affaires.

Avec les dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, l'*International Accounting Standard Board* (IASB) pour le référentiel international et le *Financial Accounting Standard Board* (FASB) pour le référentiel américain donnent la primauté à l'objectif de pertinence (*relevance*), au détriment de la fiabilité (*reliability*) que permet un amortissement systématique du *goodwill* sur une période donnée. Sans ignorer les incertitudes que porte la comptabilisation des regroupements d'entreprises, de par le recours significatif au jugement professionnel et à l'évaluation non vérifiable de la juste valeur qu'elle implique – tant pour l'application de la méthode d'acquisition en comptabilisation initiale que pour le test de dépréciation du *goodwill* en périodes subséquentes –, les organes normalisateurs ont suivi les arguments théoriques selon lesquels tolérer un niveau raisonnable d'imprécision dans les modèles comptables – la transcription comptable étant par nature imparfaite – renforce l'utilité informative des états financiers (Kanodia *et al.*, 2005).

futur représentatif d'un actif est le potentiel qu'a cet actif de contribuer, directement ou indirectement, à des flux de trésorerie et d'équivalents de trésorerie au bénéfice de l'entreprise. » (source pour la traduction française : [FocusIFRS - Cadre conceptuel révisé 2018 / Textes des Normes et Interprétations / Normes et Interprétations / Menu Gauche / Focus IFRS](#)).

Dans cette définition élargie, la notion de « potentiel d'avantages économiques futurs » remplace la notion de probabilité de « flux attendus », renforçant la vision du *goodwill* en tant qu'actif.

La question posée dans cette thèse est donc la suivante : **Quelle est l'utilité informative du *goodwill* et dans quelle mesure les dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives aux regroupements d'entreprises renseignent les utilisateurs des états financiers sur la réalité économique des acquisitions d'entreprises ?**

Les dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives aux regroupements d'entreprises sont similaires dans leur approche conceptuelle, avec l'application obligatoire en comptabilisation initiale de la méthode d'acquisition, puis en périodes subséquentes, l'évaluation du *goodwill* selon le modèle de dépréciation et non plus le modèle d'amortissement. Cependant, les deux référentiels portent encore, malgré les efforts de convergence internationale, des différences dans l'application de ces dispositions (Hughes *et al.*, 2017). La thèse aborde le sujet sous forme d'analyse comparée afin d'évaluer l'éventuel impact de ces différences (existantes ou à venir, en fonction des dernières évolutions normatives en cours, sous forme de projets de recherche ou exposés-sondage) sur l'utilité informative du *goodwill* tel que reconnu en tant qu'actif en comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, et ce selon les deux référentiels.

La thèse inclut un premier volet de recherche analytique et historique consacré au cadre théorique et normatif déterminant les modèles comptables US GAAP et IFRS applicables aux regroupements d'entreprises. Elle se construit également autour d'une double recherche empirique visant à tester l'utilité informative du *goodwill* lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises. En effet, en application du Cadre Conceptuel IFRS, l'information financière est jugée pertinente lorsqu'elle est en mesure de modifier les décisions des utilisateurs de l'information financière. Le même Cadre Conceptuel précise également que cette capacité à modifier les décisions des utilisateurs de l'information financière peut prendre plusieurs formes : soit par une valeur prédictive, soit par une valeur de confirmation, soit les deux. Ainsi, deux études empiriques sont conduites dans cette thèse. Dans la première étude empirique, il s'agit d'abord de confirmer ou d'infirmer l'hypothèse selon laquelle le *goodwill* doit être reconnu comme actif (valeur informative du *goodwill* en date d'acquisition, en tant qu'utile pour aider les utilisateurs à faire des prédictions sur la création de valeur attendue du regroupement d'entreprises).

Dans la seconde étude empirique, il s'agit d'analyser dans quelle mesure le *goodwill* reconnu en comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises est associé à des avantages économiques générés post-acquisition (valeur de confirmation du *goodwill* quant à la création de valeur attendue ou prédite, lors de l'acquisition, par les utilisateurs des états financiers).

La thèse apporte une approche originale sur plusieurs aspects. Chaque élément de recherche (étude historique et études empiriques) se construit sur une analyse comparée US GAAP et IFRS, alors que les recherches existantes traitent généralement d'un référentiel comptable particulier, ou couvrent des analyses de transition d'un référentiel national à un référentiel international, notamment dans le cadre de changements réglementaires, comme l'adoption des IFRS en Europe par les sociétés cotées sur un marché de capitaux de l'Union Européenne. L'analyse duale suivie dans cette thèse permet une comparaison directe entre normes US GAAP (ASC 805) et normes IFRS (principalement IFRS 3). En outre, la première étude empirique inclut une double approche méthodologique (double échantillon) reposant sur une collecte massive d'observations à partir de bases de données (Datastream, FactSet) et une collecte manuelle à partir d'une revue spécifique des rapports financiers des sociétés acheteuses, et ce afin d'évaluer l'impact éventuel de la méthode de collecte de données sur les résultats obtenus. Les recherches existantes n'incluent généralement qu'une seule méthode de collecte des données (soit utilisation d'un échantillon de grande taille par collecte massive à partir de bases de données, soit utilisation d'un échantillon de taille réduite construit sur une collecte manuelle des observations constituant l'échantillon). La première étude empirique, qui teste la valeur informative du *goodwill* reconnu en tant qu'actif en date d'acquisition, s'intéresse également à l'antériorité du *goodwill*. Les études faisant la distinction entre *goodwill* nouvellement acquis et *goodwill* reconnu sur des exercices précédents restent peu fréquentes. Les études revues dans l'état de la recherche portent le plus souvent sur la valeur informative du *goodwill* total tel que reporté au bilan. En outre, la deuxième étude empirique confronte la valeur comptable du *goodwill* tel que reconnu en date d'acquisition avec les avantages économiques générés post-acquisition. Le *goodwill* étant l'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, sa valeur comptable dépend de la mesure à

la juste valeur des autres éléments du regroupement d'entreprises. Cette étude empirique teste donc également l'association entre performance économique post-acquisition et valeur comptable d'autres éléments acquis et comptabilisés séparément en application de la méthode d'acquisition, supposés, eux aussi, porter certaines formes de synergies. Enfin, cette étude inclut les effets induits de décisions souvent liées aux regroupements d'entreprises, tels que les plans de restructuration ou la réorganisation majeure des activités lors de l'intégration de l'entreprise acquise. Les études empiriques revues dans l'état de la recherche traitant des couts d'intégration à engager post-acquisition, afin de réaliser les synergies attendues, et portant sur le *goodwill* ainsi que sur les autres éléments du regroupement d'entreprises, restent peu fréquentes.

Cette thèse apporte plusieurs éléments à l'état actuel de la recherche. En couvrant une période de dix ans (2005-2015) pour l'étude empirique sur la valeur informative du *goodwill*, puis une période subséquente de sept ans (2016-2022)⁸ pour la seconde étude empirique, les recherches menées dans le cadre de cette thèse bénéficient d'un recul historique plus important que les recherches conduites après l'adoption des normes FAS 141 et IFRS 3. La période observée dans cette thèse embrasse donc un cycle presque complet couvrant les deux décennies d'application de la méthode d'acquisition tant en US GAAP qu'en IFRS, au moment de l'acquisition, puis en période d'intégration de l'entreprise acquise. Les résultats empiriques de cette thèse cherchent à apporter des réponses aux organes normalisateurs dans le cadre des projets de recherche lancés par l'IASB et le FASB lors des revues post-adoption des normes applicables aux regroupements d'entreprises. Les éléments observés dans cette thèse visent notamment à proposer des pistes d'amélioration des modèles comptables existants et confirmer – ou infirmer – le bien-fondé des dernières évolutions normatives concernant les regroupements d'entreprises. Cette thèse, ancrée dans la recherche comptable, apporte des éléments de réflexion utiles aux recherches d'autres domaines académiques, tels que : la finance d'entreprise, quant aux sources de création et destruction de valeur dans le cadre de

⁸ Pour les acquisitions conclues jusqu'en 2012, l'analyse post-acquisition couvre une période de dix ans. En revanche, pour les acquisitions conclues entre 2013 et 2015, la performance économique post-acquisition est mesurée sur une période plus courte, l'information financière la plus récente disponible durant la rédaction de cette thèse étant l'exercice 2022.

décisions d'investissement, et plus précisément d'opérations de fusions-acquisitions ; la gouvernance d'entreprise, quant au rôle des organes de contrôle et le renforcement du rôle du conseil d'administration dans sa fonction stratégique (en portant une attention particulière aux conditions dans lesquelles les opérations de fusions-acquisitions sont conduites et conclues), sa fonction de surveillance (dans la validation des hypothèses et son appréciation du jugement professionnel appliqués dans la comptabilisation des regroupements d'entreprises) et sa fonction d'allocation de ressources (dans la validation des modes de rémunération des dirigeants et la validation d'éventuelles mesures de restructuration ou de réorganisation substantielles post-acquisition) ; le Droit, et plus spécifiquement, l'adoption au sein de l'Union Européenne notamment, de modèles de normalisation comptable internationale à des fins d'intégration économique, juridique et communautaire, et plus largement les instances visant à renforcer les cadres réglementaires et institutionnels des marchés de capitaux.

Cette thèse comporte trois parties, correspondant à trois chapitres. Ces trois chapitres sont précédés d'une introduction générale présentant la problématique et les différentes étapes de la thèse, ainsi que certaines considérations sur la transcription comptable de la réalité économique d'une entreprise. L'introduction générale rappelle enfin, dans une perspective historique, l'essor puis l'évolution transnationale des opérations de fusions-acquisitions dans une économie globalisée. La première partie (Chapitre I) constitue l'étude historique de cette thèse, en décrivant le cadre théorique et normatif dans lequel s'inscrit la problématique à laquelle la thèse cherche à répondre. Le Chapitre I inclut également l'état de la recherche relatif à la comptabilisation des écarts d'acquisition (revue de la littérature). Le Chapitre I s'attache à rappeler dans un premier temps les fondamentaux théoriques et les outils d'aide à la décision utilisés en finance d'entreprise dans le cadre d'acquisitions d'entreprises, afin de comparer *goodwill* comptable et *goodwill* économique. Sont ensuite abordés de manière détaillée les modèles comptables applicables aux regroupements d'entreprises selon le référentiel américain (US GAAP) et le référentiel d'information financière international (IFRS), tels que repensés au début des années 2000, en partant d'abord du processus de normalisation comptable américain, puis en analysant le degré de convergence des dispositions comptables IFRS correspondantes. Cette analyse comparée

des modèles comptables US GAAP et IFRS se complète d'une synthèse des résultats de revue post-adoption menées par les deux organes normalisateurs. Le Chapitre I se conclut sur une revue de l'état de la recherche relative à la comptabilisation des écarts d'acquisition en application de la méthode d'acquisition selon les deux référentiels.

La deuxième partie (Chapitre II) correspond à la première étude empirique de cette thèse. Dans le Chapitre II est étudiée la valeur informative (*value relevance*) du *goodwill* en tant qu'actif, tel que reconnu en date d'acquisition selon les dispositions comptables américaines (US GAAP) et les normes internationales d'information financière (IFRS). Afin de tester la valeur informative du *goodwill*, deux modèles de régression linéaire à plusieurs variables sont utilisés. Le premier modèle consiste à tester l'association positive entre valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis, et valeur de la firme acheteuse (mesurée sur la base du cours de bourse en date d'arrêté et en période subséquente, soit trois mois après la date de clôture). Le second modèle s'intéresse à l'antériorité du *goodwill* en testant également le *goodwill* comptabilisé sur des exercices précédents. Deux approches méthodologiques de collecte de données sont également suivies : tout d'abord, une collecte de masse à partir de la base de données Datastream, afin de constituer un large échantillon de données comptables ; puis une collecte plus fine de données transactionnelles construite à partir d'une revue détaillée des mentions en annexe relatives aux acquisitions d'entreprises incluses dans les rapports financiers des entités acheteuses. Les résultats sont comparables sur les deux types d'échantillons. Une association positive et statistiquement significative est observée entre valeur comptable du *goodwill* (nouvellement acquis et antérieur) et valeur de la firme, ce qui laisse suggérer que la comptabilisation du *goodwill* en tant qu'actif est une information utile et pertinente pour les utilisateurs des états financiers. Ces résultats se confirment tant pour le référentiel IFRS que pour le référentiel US GAAP et semblent suggérer que les objectifs affichés par les organes normalisateurs international (IASB) et américain (FASB) lors de la publication des normes IFRS 3 et FAS 141 sont atteints. En outre, la position des deux instances normatives lors des délibérations ayant suivi la revue post-adoption paraît justifiée : la méthode d'acquisition, et la comptabilisation de l'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition en tant que *goodwill* à l'actif du bilan, reste une méthode comptable

pertinente qui renforce l'utilité de l'information financière malgré le degré d'imprécision, le niveau élevé de jugement professionnel et le recours de mesures non vérifiables qu'elle implique. Enfin, les différences dans l'application des normes relatives aux regroupements d'entreprises entre le référentiel IFRS et le référentiel US GAAP, y compris la présentation en US GAAP du *goodwill* sur une rubrique spécifique du bilan, ne semblent pas remettre en cause ce postulat. Ainsi, il pourrait être recommandé à l'IASB – hormis dans l'objectif d'une comparabilité accrue avec le référentiel américain – de ne pas retenir sa récente proposition de présenter sur une rubrique séparée du bilan la valeur comptable du *goodwill*.

La troisième partie (Chapitre III) correspond à la seconde étude empirique de cette thèse. Cette étude empirique confronte la valeur comptable du *goodwill* en date d'acquisition avec les avantages économiques générés post-acquisition, afin d'évaluer la valeur de confirmation du *goodwill*, en application des dispositions comptables US GAAP et IFRS. Elle cherche également à apporter des éléments empiriques visant à répondre aux dernières évolutions normatives, et plus précisément à évaluer l'utilité informative des propositions formulées par l'IASB dans son exposé-sondage relatif aux regroupements d'entreprises (ED/2024/1). Les propositions de cet exposé-sondage, si entérinées, créeraient des différences majeures entre le référentiel international et le référentiel américain en rendant obligatoires de nouvelles mentions en annexe relatives aux synergies attendues et réalisées post-acquisition, et les coûts d'intégration y afférents, charges de restructuration comprises. Par conséquent, les résultats obtenus peuvent également apporter des éléments de réflexion pour le référentiel américain dans le cas où le FASB, par souci de comparabilité normative internationale, souhaite reprendre son projet de recherche relatif aux regroupements d'entreprises. Cette étude empirique définit deux modèles de régression à plusieurs variables. Pour le premier modèle, la performance post-acquisition est mesurée sur la base de données du compte de résultat, afin de mesurer la performance économique générée par d'éventuelles synergies de revenus et de coûts. Pour le second modèle, la performance post-acquisition est mesurée sur la base des flux de trésorerie opérationnels, réputés plus volatils (Su and Wells, 2015 ; Ball and Nikolaev, 2022) mais censés capturer d'éventuelles synergies financières et de gestion. Chaque modèle est testé sur deux périodes d'intégration ; une période réputée courte (Ding *et al.*, 2008) de cinq ans, une plus

longue de dix ans. En plus du *goodwill* nouvellement acquis, dont le montant dépend de l'évaluation à la juste valeur des autres éléments du regroupement d'entreprises (le *goodwill* étant l'écart résiduel de l'allocation du prix d'acquisition), les modèles empiriques incluent deux autres variables dépendantes pour lesquelles est testée une éventuelle association avec la performance économique post-acquisition : les actifs autres que le *goodwill* comptabilisés de manière séparée en date d'acquisition (portant eux-mêmes des formes de synergies spécifiques à leur utilisation, censées être capturées dans l'évaluation à la juste valeur en date d'acquisition), et les charges de restructuration et autres coûts d'intégration encourus durant les cinq premières années suivant l'acquisition.

Une association positive est observée entre valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis et performance économique post-acquisition, ce qui semble corroborer la valeur de confirmation du *goodwill* sur les périodes subséquentes à l'acquisition. Cette association positive est statistiquement significative lorsque la performance économique est mesurée sur la base de flux de trésorerie opérationnels, et ce sur une période post-acquisition de cinq ans et de dix ans. Elle est également statistiquement positive lorsque la performance économique est mesurée sur la base de données de résultat sur une période post-acquisition de cinq ans. Ces résultats suggèrent que la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis est bien associée à la réalisation de synergies de différentes natures : synergies de revenus, synergies de coûts et synergies financières et de gestion. Cette association positive se confirme tant pour le référentiel IFRS que pour le référentiel US GAAP, mais à des niveaux de significativité plus faible. L'association positive n'est pas statistiquement significative en IFRS lorsque la performance économique est mesurée sur la base de données de résultat sur une période post-acquisition de cinq ans. Elle reste cependant statistiquement significative lorsque la performance économique est mesurée sur la base de flux de trésorerie opérationnels sur une période post-acquisition de cinq ans et dix ans, laissant suggérer l'existence de synergies financières et de gestion, et lorsqu'elle est mesurée sur la base de données de résultat sur une période post-acquisition de dix ans. L'association positive n'est statistiquement significative en US GAAP que lorsque la performance économique est mesurée sur une période post-acquisition de cinq ans sur la

base de données de résultat, et sur une période de dix ans lorsqu'elle est mesurée sur la base de flux de trésorerie opérationnels.

Une association positive et statistiquement significative est observée entre performance économique post-acquisition et charges de restructuration, hormis lorsque la performance économique est mesurée sur des données de résultat, sur une période post-acquisition de cinq ans, où l'association est négative. Cette dernière peut s'expliquer par la comptabilisation au compte de résultat des provisions pour plans de restructuration décidés post-acquisition. Ces résultats semblent confirmer le bien-fondé du changement de traitement comptable sur ces provisions, opéré lors de la révision des normes IFRS et US GAAP, en éliminant la comptabilisation des provisions pour restructuration par augmentation du *goodwill*. Ces résultats semblent également confirmer la pertinence des propositions contenues dans l'exposé-sondage ED/2024/1 visant à modifier le test de dépréciation afin de tenir compte, dans la détermination de la valeur d'utilité de l'unité génératrice de trésorerie, des flux de trésorerie (négatifs durant l'exécution du plan, positifs une fois le plan terminé) provenant de futurs plans de restructuration. Plus généralement, les résultats obtenus dans cette étude suggèrent que les synergies de coûts capturées dans la valeur comptable du *goodwill* sont également permises par le lancement de plans de restructuration. Les mesures de restructuration prises post-acquisition paraissent donc essentielles dans la création de valeur des regroupements d'entreprises. Ces résultats sont confirmés tant pour le référentiel US GAAP que pour le référentiel IFRS, mais à des niveaux de significativité plus faible. Pour les deux référentiels, l'association positive observée n'est pas statistiquement significative lorsque la performance économique est mesurée sur une période post-acquisition de cinq ans sur la base de flux de trésorerie opérationnels, ces derniers étant réputés plus volatils. Cependant, pour le référentiel US GAAP, l'association est positive et statistiquement significative, même sur une période courte, lorsque la performance post-acquisition est mesurée sur la base de données de résultat, ce qui peut refléter une plus grande célérité des firmes américaines en phase d'intégration, avec des coûts de restructuration plus faibles dans un cadre juridique et social moins contraignant. D'un point de vue normatif, les résultats observés suggèrent que les propositions formulées par l'IASB dans l'exposé-sondage ED/2024/1 sont pertinentes. Un

niveau renforcé d'informations à fournir sur les objectifs attendus du regroupement d'entreprises et leur atteinte post-acquisition, incluant des éléments quantifiés sur la nature des synergies attendues et réalisées devraient en effet renforcer l'utilité informative des regroupements d'entreprises, et plus particulièrement la valeur informative du *goodwill*, tout en réduisant l'asymétrie d'information entre préparateurs et utilisateurs des états financiers. Il est également pertinent d'élargir ces obligations d'information, comme proposé dans l'exposé-sondage, non seulement aux synergies attendues et réalisées mais également aux charges de restructuration et coûts d'intégration nécessaires à la réalisation de ces synergies. Les résultats statistiquement significatifs obtenus dans cette étude quand la variable dépendante est définie sur la base de flux de trésorerie opérationnels (afin de capturer d'éventuelles synergies financières) paraît en revanche contredire la proposition formulée par l'IASB dans son exposé-sondage, visant à limiter aux mesures de résultat les informations à fournir dans le cadre de ces éventuelles futures dispositions relatives aux regroupements d'entreprises.

Enfin, une association négative et statistiquement significative est observée entre performance économique et autres actifs nets acquis, quelle que soit la mesure de performance retenue (données de résultat ou flux de trésorerie), et quelle que soit la période post-acquisition observée (cinq et dix ans). Cette association est confirmée tant pour le référentiel US GAAP que pour le référentiel IFRS, au même niveau de significativité statistique. L'association n'est positive que pour le référentiel IFRS lorsque la performance économique est mesurée sur des données de résultat et une période post-acquisition de cinq ans. Ces résultats interrogent l'évaluation à la juste valeur des actifs, notamment incorporels, reconnus dans le cadre du regroupement d'entreprises et les hypothèses utilisées en comptabilisation initiale quant à la capacité de réaliser des synergies par l'utilisation de ces actifs. Il serait par conséquent utile d'élargir les exigences d'information à fournir en annexe des états financiers aux autres actifs identifiés dans l'allocation du prix d'acquisition et comptabilisés séparément. Les résultats divergents obtenus dans cette étude pour le *goodwill* et les autres actifs incorporels éclairent d'une lumière nouvelle la décision de l'IASB (et du FASB pour les sociétés cotées) de ne pas changer la comptabilisation des actifs incorporels acquis sur regroupements d'entreprises, et continuer

de les inscrire au bilan de manière séparée du *goodwill*. Pour le référentiel américain, la brèche est ouverte, la comptabilisation, dans la valeur du *goodwill*, des actifs incorporels acquis étant désormais permise pour les sociétés non cotées. Les résultats obtenus dans cette étude relancent le débat sur la valeur informative des actifs incorporels acquis dans le cadre de regroupements d'entreprises, hors *goodwill*. L'association négative et statistiquement significative observée sur la variable de contrôle relative aux investissements en immobilisations corporelles interroge également l'évaluation comptable d'autres actifs immobilisés, notamment quant à leur modèle d'amortissement.

La conclusion de cette thèse inclut une synthèse des résultats et aborde les recommandations pouvant être formulées au vu de l'étude historique présentée dans le Chapitre I et des résultats de recherche empirique développés dans le Chapitre II et le Chapitre III, et ce afin d'esquisser les thématiques pouvant nourrir de futures recherches académiques. Cette thèse se conclut sur un résumé des conclusions générales, tout en proposant des pistes de réflexion complémentaires. Il est ainsi particulièrement recommandé d'étudier dans le cadre de futures recherches académiques les raisons pouvant expliquer l'association négative observée entre valeur comptable des actifs acquis (autres que *goodwill*) et avantages économiques futurs, alors même que l'utilité informative du *goodwill* semble confirmée. Les domaines de recherche peuvent ainsi couvrir l'utilité informative d'autres éléments du regroupement d'entreprises, *goodwill* exclus, l'évaluation à la juste valeur des actifs incorporels acquis, incluant les synergies additionnelles attendues de l'utilisation de ces actifs (et non capturées dans la valeur comptable du *goodwill*) afin d'analyser le degré d'équivalence entre les modèles d'évaluation utilisés par les investisseurs dans leurs décisions économiques et ceux utilisés par les préparateurs des états financiers lors de la conclusion du regroupement d'entreprises. D'autres travaux peuvent couvrir les durées d'amortissement appliqués aux actifs immobilisés.

La nature du *goodwill* est complexe, et sa modélisation comptable souvent controversée. Il fait donc l'objet de nombreuses études auxquelles cette thèse cherche à contribuer. Cependant, les problématiques autour des synergies contenues dans le *goodwill* ne doivent

pas occulter le caractère critique des autres éléments du regroupement d'entreprises que sont la main d'œuvre assemblée, le capital organisationnel, et les autres éléments du regroupement d'entreprises, eux-mêmes porteurs de synergies spécifiques, et vecteurs de croissance à long terme. Les équipes dirigeantes et les organes de gouvernance doivent se rendre comptables de leurs décisions quant à la gestion de ces ressources-clés. Ces éléments pourraient donc faire l'objet de futures recherches académiques, en finance, comptabilité ou en gouvernance d'entreprise, afin de s'assurer que la réalisation des synergies portées par le *goodwill* ne se fait pas au détriment d'autres éléments du modèle d'affaires. Les plans de restructuration peuvent en effet masquer des acquisitions d'entreprises onéreuses (le surprix en date d'acquisition devant se compenser post-acquisition par des synergies faciles à réaliser), une mauvaise gestion en phase d'intégration ou la mise en échec de l'équipe dirigeante face à des regroupements d'entreprises destructeurs de valeur.

Enfin, la réflexion menée dans cette thèse peut être élargie aux modèles comptables applicables aux actifs immatériels au sens large, afin d'apporter des éléments empiriques complémentaires aux organes normalisateurs pour qu'ils puissent à leur tour juger de la relance d'un programme de recherche ambitieux sur ce sujet. Ce dernier rejoint d'autres réflexions actuelles autour des enjeux de durabilité et du *reporting* non-financier, qui partagent avec les actifs immatériels la même problématique conceptuelle : comment mesurer de manière fiable et reporter de manière pertinente des ressources-clés (ressources naturelles, richesse humaine, intelligence collective) qui, par essence, sont difficiles (ou ne peuvent) être quantifiées.

Table des matières

Remerciements.....	i
Résumé.....	iii
Table des matières.....	1
Liste des principaux sigles et abréviations.....	4
INTRODUCTION GENERALE	5
1 Considérations introductives.....	7
2 Les opérations de fusions-acquisitions dans l'économie mondiale	13
2.1 L'essor des opérations de fusions-acquisitions : bref aperçu historique.....	14
2.2 Les opérations de fusions-acquisitions et leur impact sur les modèles juridiques et institutionnels dans une économie globalisée	20
2.3 Typologie des Fusions-Acquisitions depuis 2000 : le poids croissant des actifs incorporels dans les regroupements d'entreprises	36
3 Présentation de la problématique et des différentes étapes de la thèse.....	43
CHAPITRE I – ETUDE HISTORIQUE DU CADRE THEORIQUE ET NORMATIF RELATIF AUX REGROUPEMENTS D'ENTREPRISES	52
1 Regroupements d'entreprises : analyse historique du cadre théorique et normatif ..	53
1.1 Réalité économique des acquisitions d'entreprises.....	54
1.1.1 Les fondamentaux de finance d'entreprise appliqués aux opérations de fusions-acquisitions.....	55
1.1.2 Les méthodes d'évaluation d'entreprise	60
1.1.3 Les principales synergies attendues d'un regroupement d'entreprises.....	62
1.1.4 La transcription comptable (regroupements d'entreprise) du modèle financier (acquisitions d'entreprises).....	65
1.2 Les modèles comptables US GAAP et IFRS applicables aux regroupements d'entreprises.....	70
1.2.1 Repenser le modèle de comptabilisation du regroupement d'entreprises, de la date d'acquisition au <i>goodwill</i> post-acquisition (1996-2001/2004).....	72
1.2.1.1 Suppression de la méthode de mise en commun d'intérêts et suppression du modèle d'amortissement du goodwill en US GAAP : deux changements étroitement liés.....	75
1.2.1.2 Conditions idéales de reporting et juste valeur	89
1.2.2 Normes comptables publiées en 2001 (US GAAP) et en 2004 (IFRS)	96
1.2.3 Améliorer le modèle de l'acquisition : révisions des normes FAS 141 (US GAAP) et IFRS 3 (IFRS).....	102
1.2.3.1 Définition d'une entreprise	103

1.2.3.2	Evaluation de la juste valeur	103
1.2.3.3	Actifs acquis et passifs assumés : conditions de comptabilisation initiale	105
1.2.3.4	Réaffirmer la juste valeur comme unité de mesure lors de l'évaluation des actifs acquis et passifs assumés	108
1.2.3.5	Réaffirmer le goodwill comme un actif à part entière	109
1.3	Revue post-adoption (US GAAP / IFRS) : état des lieux	111
1.3.1	La revue post-adoption US GAAP	112
1.3.1.1	Les modifications normatives applicables aux sociétés cotées.....	115
1.3.1.2	Les modifications normatives applicables aux sociétés non cotées....	117
1.3.2	La revue post-adoption IFRS	122
1.4	Synthèse de l'étude historique du cadre théorique et normatif relatif aux regroupements d'entreprises	140
2	Etat de la recherche	145
2.1	Comptabilisation initiale des regroupements d'entreprises : revue de la littérature	146
2.1.1	Utilité informative du <i>goodwill</i> en tant qu'actif	150
2.1.2	Valeur informative de l'allocation du prix d'acquisition.....	153
2.1.3	Utilité informative des informations relatives aux regroupements d'entreprises	158
2.2	Comptabilisation subséquente des regroupements d'entreprises : revue de la littérature	164
2.2.1	<i>Goodwill</i> comptable et <i>goodwill</i> économique.....	164
2.2.2	Gouvernance actionnariale et efficience contractuelle	170
2.2.3	Evaluation du <i>goodwill</i> en date d'arrêté : les modèles comptables en concurrence	174
2.3	Avantages économiques attendus des regroupements d'entreprises et couts d'intégration : revue de la littérature.....	186
2.4	Synthèse de l'état de la recherche.....	191
CHAPITRE II – PREMIERE ETUDE EMPIRIQUE COMPAREE : VALEUR INFORMATIVE DU <i>GOODWILL</i> EN TANT QU'ACTIF		197
1	<i>Goodwill</i> : être ou ne pas être un actif ?.....	198
1.1	Ce que la définition d'une entreprise dit de la nature du <i>goodwill</i>	202
1.2	Comptabilisation initiale du <i>goodwill</i> en réduction des capitaux propres	203
1.3	Rappel des dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives à la comptabilisation initiale du <i>goodwill</i>	205
2	Valeur informative (<i>value relevance</i>) du <i>goodwill</i> : Mesures empiriques.....	207

2.1	Approche méthodologique : modèles empiriques et sélection des données ...	213
2.2	Résultats empiriques	220
2.2.1	Résultats empiriques sur l'échantillon reposant sur une collecte massive de données	220
2.2.1.1	Analyses statistiques	220
2.2.1.2	Résultats des Modèles (1) et (2) testés à partir d'une collecte massive de données	222
2.2.2	Résultats empiriques sur l'échantillon reposant sur une collecte manuelle des données	226
2.2.2.1	Analyses statistiques	226
2.2.2.2	Résultats des Modèles (1) et (2) testés à partir d'une collecte manuelle de données.....	228
2.2.3	Analyse comparée des résultats (échantillon de masse et échantillon manuel)	234
3	Valeur informative du <i>goodwill</i> : conclusions de l'étude empirique comparée	237
CHAPITRE III – DEUXIEME ETUDE EMPIRIQUE COMPAREE : VALEUR DE CONFIRMATION DU <i>GOODWILL</i> ET AVANTAGES ECONOMIQUES POST-ACQUISITION.....		241
1	L'actif <i>Goodwill</i> à l'épreuve des faits.....	243
2	Comptabilisation initiale du <i>goodwill</i> et avantages économiques futurs.....	248
3	Valeur de confirmation du <i>goodwill</i> : Mesures empiriques.....	251
3.1	Approche méthodologique : modèles empiriques et sélection des données ...	253
3.2	Résultats empiriques	263
3.2.1	Analyses statistiques	264
3.2.2	Résultats des Modèles (1a) et (1b) et des Modèles (2a) et (2b).....	267
4	Valeur de confirmation du <i>goodwill</i> : conclusions de l'étude empirique comparée.....	273
CONCLUSIONS, RECOMMANDATIONS ET PISTES DE REFLEXION COMPLEMENTAIRES		280
1	Synthèse de la thèse et recommandations.....	281
2	Conclusions générales et pistes de réflexion complémentaires	288
	Bibliographie.....	303
	Récapitulatif des figures et tableaux (hors études empiriques)	320
	Récapitulatif des figures et tableaux (études empiriques)	321

Liste des principaux sigles et abréviations

APB	Accounting Principles Board
ASBJ	Accounting Standards Board of Japan
ASC	Accounting Standard Codification
ASU	Accounting Standards Update
CAPEX	Capital Expenditures
CFO	Cash Flows from Operations
CODM	Chief Operating Decision Maker
DCF	Discounted Cash Flows
DP	Discussion Paper
EBITDA	Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization
ED	Exposure Draft
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EITF	Emerging Issues Task Force
ESG	Environment, Social, Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
EV	Enterprise Value
FAF	Financial Accounting Foundation
FAS	Financial Accounting Standard
FASB	Financial Accounting Standards Board Committee
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standard
IP R&D	In-process R&D
ITC	Invitation to Comment
M&A	Mergers and Acquisitions
OIC	Organismo Italiano di Contabilità
OPA	Offre Publique d'Achat
PPA	Purchase Price Allocation
PCC	Private Company Council
PIR	Post-Implementation Review
R&D	Research and Development
SEC	Securities and Exchange Commission
UE	Union Européenne
US GAAP	Generally Accepted Accounting Principles in the United States of America

INTRODUCTION GENERALE

Cette thèse s'ouvre sur certaines considérations introductives autour de la technique comptable, outil d'abstraction visant à représenter la réalité complexe de l'objet pluridimensionnel qu'est l'entreprise. Cette dernière est d'abord présentée sous une forme simplifiée, en trois dimensions (sociale, juridique, économique). Ces premières considérations introductives permettent de tracer les contours d'une entreprise transnationale, et voir dans la technique comptable également un outil de consolidation permettant la transcription comptable d'une entité économique virtuelle : le groupe consolidé. La problématique des regroupements d'entreprises (soit la première consolidation, par l'application de la méthode d'acquisition, d'une entreprise acquise) est alors posée.

Afin de saisir les enjeux de normalisation sous-jacents au modèle d'acquisition, il s'agit ensuite d'analyser, d'un point de vue essentiellement historique, l'essor des opérations de fusions-acquisitions, d'abord aux Etats-Unis, puis dans une économie mondialisée. La démarche suivie dans cette introduction générale cherche à montrer comment l'évolution des opérations de fusions-acquisitions accompagne le débat juridique et institutionnel autour des modèles de gouvernance d'entreprise, et comment les cadres juridiques et normatifs tentent de s'adapter non seulement à ces nouveaux modèles de croissance pour les entreprises transnationales, mais aussi à la nature même de ces acquisitions d'entreprises, caractérisée par le poids croissant des actifs incorporels dans ces opérations de fusions-acquisitions.

Une synthèse de cette analyse du marché des fusions-acquisitions, visant à mettre en parallèle la réalité économique des acquisitions d'entreprises et leur transcription comptable sous forme de regroupements d'entreprise, clôt cette introduction générale en présentant la problématique, l'approche et les principales étapes de travail suivies dans cette thèse.

1 Considérations introductives

Les référentiels comptables constituent des « palimpsestes » (Jubé, 2011) sur lesquels les organes normalisateurs, les instances juridiques, les praticiens comptables et la communauté financière ont écrit, en convergence ou en opposition, des chapitres marquants de l'histoire des entreprises (Demaria and Marty, 2007). Certains auteurs n'hésitent pas à dire que « l'histoire du capitalisme est écrite par les comptables »⁹ (Chavagneux and Louis, 2018). Carmona and Ezzamel (2009) avancent même, dans le sillage de recherches ontologiques marquantes dans l'analyse historique de la comptabilité (Matessich, 2016), que la comptabilité constitue le premier système d'abstraction, séparant un signe de son référent physique. Même dans des conditions rudimentaires, consistant par exemple à utiliser des jetons (*tokens*) dans une enveloppe scellée pour répertorier le bétail (Jubé, 2011), la comptabilité aurait permis l'émergence d'autres types d'abstraction reposant sur la valeur, tels que le calcul et la monnaie, dans ce que Carmona and Ezzamel (2009) appellent le monde de l'intertransactionnalité.

Droit comptable, comptabilité générale, comptes statutaires et comptes consolidés, *reporting* financier, normalisation comptable et projet de convergence internationale, information comptable et financière, tous ces domaines constituent différentes facettes d'une même œuvre humaine et symbolique. Ces thématiques sont abordées en sciences de gestion, soit sous leur aspect juridique, soit sous leur aspect économique et social, soit dans un cadre purement pratique : procéder au bouclage des comptes en fin d'exercice, ou un arrêté comptable intermédiaire, savoir « monter » une consolidation. Ces domaines d'expertise technique, malgré l'exactitude arithmétique que l'exercice comptable ou le calcul financier supposent, montrent toutefois qu'en comptabilité, les conditions idéales de *reporting* n'existent pas. La comptabilité n'est pas une science exacte et les modèles d'évaluation comptable ne constituent pas des vérités axiomatiques. La comptabilité est un système d'information imparfait. Elle est par exemple très souvent critiquée, notamment à l'ère du capitalisme cognitif, pour laisser « hors-champ » – hors du cadre photographique

⁹ « En paraphrasant le poète et dramaturge américain Archibald MacLeish à propos de l'industrie, on peut (...) dire que l'histoire du capitalisme est écrite par les comptables. Ils sont censés donner une image fiable et fidèle de l'état d'une entreprise à partir de normes partagées. » Chavagneux and Louis (2018). p. 56.

que représente le bilan – les principales ressources immatérielles caractérisant les modèles d'affaires innovants (Penman, 2009 ; Kumari and Mishra, 2020). Et quand l'objet économique est dans le cadre, l'image, étant donnée l'imprécision des modèles comptables disponibles aux praticiens, reste floue, voire déformée. Malgré ce caractère imparfait, jamais tout à fait abouti ou parfaitement juste, la comptabilité reste un système fondamental, sans doute le seul disponible, pour rendre compte des transactions économiques, des décisions de gestion et des relations des entreprises avec leurs parties prenantes et contractantes (citons entre autres les fournisseurs, les clients et partenaires commerciaux, les salariés et autres partenaires sociaux, l'Etat pourvoyeur de structure et les investisseurs, prêteurs et actionnaires, pourvoyeurs de fonds).

La comptabilité est le langage économique de l'entreprise. C'est un jeu de symboles écrits, à la fois numériques (les données comptables sont essentiellement des données chiffrées) et alphabétiques (au travers par exemple de l'information à fournir dans les notes aux états financiers)¹⁰. Information et communication financières sont donc les pendants de la comptabilité. La fonction première de l'information financière est de rendre compte de la performance économique, de la position financière et des flux de trésorerie de l'entreprise, tout en rendant des comptes aux parties prenantes de l'entreprise. Le langage comptable communique ainsi aux utilisateurs des états financiers une information sur les transactions encourues par l'entreprise durant une période donnée d'une part, et sur ses droits, ses obligations, et ses engagements en date d'arrêté d'autre part.

Comme tout système symbolique, la représentation comptable, notamment lorsqu'il s'agit du bilan, fonctionne comme un jeu de miroir, le reflet de l'entreprise, de son modèle d'affaires et ses modes de financement, de ses droits et ses obligations, dans son environnement économique, juridique et financier. Une médaille de Janus en conditions idéales de *reporting*, un miroir déformant dans les modèles les moins aboutis. Ce système d'information retranscrit, au travers d'un jeu de symboles comptables, des transactions

¹⁰ Citons par exemple ici le Cadre Conceptuel IFRS : “*Financial reports represent economic phenomena in words and numbers.*” Cadre Conceptuel IFRS (2018), par. 2.12.

réelles qui peuvent s'observer sous trois dimensions : une dimension sociale, une dimension juridique et une dimension économique.

En tant qu'organisation, l'entreprise est une communauté de personnes réunies autour d'un objet social ; ce dernier consiste le plus souvent à produire et commercialiser des biens et des services dans une économie de marché¹¹. Pour certains auteurs, elle est même « l'organisation politique dominante dans les sociétés modernes »¹². En cela, l'entreprise est une entité politique majeure au sein des « démocraties capitalistes » (Favereau and Roger, 2015), interagissant dans une économie aujourd'hui globalisée. Dans sa dimension juridique, l'entreprise, devenue société commerciale, a une identité légale qui lui est propre, séparée de celle des associés qui la contrôlent par détention de parts sociales. La société commerciale est une *personne* morale, certes sans réalité physique tangible, mais dotée de droits juridiques et contractuels¹³, porteuse d'obligations légales, en termes de tenue et reddition de comptes notamment. Dans sa dimension légale, l'information comptable, quant à elle, retranscrit donc les droits et obligations que les transactions et opérations conclues par la société durant l'exercice comptable ont généré vis-à-vis des parties contractantes. C'est le domaine du droit comptable, propre à chaque pays, dans lequel la forme juridique prévaut. Dans cette dimension juridique, la représentation comptable se forme au travers du « miroir du juge » (Supiot, 2015).

Dans son identité juridique, l'*entreprise* devient *société*, mais cette dimension juridique est une parmi d'autres facettes de sa personnalité. L'entreprise déploie en effet son modèle d'affaires dans la sphère économique et l'information financière doit pouvoir rendre

¹¹ La définition fournie par le juriste E. Merrick Dodd Jr. en 1932, au cœur d'un débat juridique célèbre l'opposant à Adolf A. Berle est la suivante : « (...) *business corporation as an economic institution which has a social service as well as a profit-making function* » (Dodd, 1932, cité dans Macintosh, 1999, p.145).

¹² Entretien avec Pierre-Yves Gomez, Propos recueillis par Emmanuelle Gril ; *Pierre-Yves Gomez, philosophe de l'entreprise*, Gestion 2018/2 (Vol. 43), p. 34-37. DOI 10.3917/riges.432.0034. Disponible à l'adresse : <https://www.cairn.info/revue-gestion-2018-2-p-34.htm>. L'article conclut l'entretien sur l'affirmation suivante : « L'entreprise est une machine à produire non seulement des biens et des services mais aussi du social. »

¹³ Un exemple éclairant de cette singularité reconnue à une entreprise au travers de son identité juridique est l'arrêt *Santa Clara County v. Southern Pacific Railroad*, rendu par la Cour Suprême des Etats-Unis en 1886, par lequel la Cour Suprême réaffirme le droit à l'égalité de traitement pour les personnes morales, au même titre que les personnes physiques. Disponible à l'adresse : <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/118/394/case.html>

compte de cette réalité économique. Les modèles comptables doivent donc refléter, au-delà de la forme juridique, la substance économique de toute transaction, la mesure fiable et pertinente de la performance économique sur une période donnée et l'image fidèle de la situation financière de l'entreprise à la date d'arrêté. Dans cette dimension économique, la représentation comptable se forme au travers du « miroir du marchand » (Bérard, 1994).

Ces différentes identités de l'entreprise (unité sociale en tant que communauté de personnes physiques, entité juridique en tant que personne morale, agent économique en tant que participant de marché) sont un objet d'étude dans le cadre de l'entreprise transnationale, notamment lorsque cette dernière conduit une stratégie d'expansion internationale par acquisitions d'entreprises. Dans le cas d'une entreprise transnationale détenant des filiales (nationales ou à l'étranger) et procédant à des regroupements d'entreprises, l'exercice de consolidation a pour but d'effacer les identités juridiques propres à chacune des sociétés filiales afin de créer au-delà des frontières statutaires une unité économique virtuelle dénommée « groupe ». La consolidation offre donc une représentation comptable unique de la position financière (actifs contrôlés et passifs assumés) et des flux économiques (de performance et de liquidités) de sociétés individuelles (d'un point de vue juridique) mais intégrées (d'un point de vue économique) dans un même périmètre de consolidation, sous le contrôle d'une société-mère.

Dans cette logique d'intégration globale, les transactions intra-groupes s'effacent, le périmètre de consolidation redéfinit un espace économique unique dans lequel le groupe est devenu un agent économique transnational. L'information comptable, outil de *reporting* interne et de consolidation, devient alors un instrument d'uniformisation et d'intégration au sein du groupe, entre sociétés-filles (*reporting* des filiales vers la maison-mère), et sociétés-sœurs (les filiales entre elles, sous le contrôle de la société faitière). En tant qu'outil de *reporting* externe, l'information financière consolidée répond au besoin de comparabilité, entre pairs du secteur, pour qu'investisseurs et autres participants de marché puissent prendre certaines décisions économiques. C'est particulièrement visible pour les sociétés cotées, dont les titres sont négociés sur un marché (marché actions ou marché obligataire). En tant qu'agent économique offreur de titres, l'entreprise prend dans la

sphère financière la dimension technique d'un instrument financier. Elle doit donc fournir, de manière la plus transparente, comparable et pertinente possible, une information financière permettant aux participants de marché d'évaluer finement la valeur fondamentale de son modèle d'affaires, et la valeur du titre sur le marché financier. Les référentiels internationaux, tels que le référentiel comptable américain (US GAAP)¹⁴, le référentiel international d'information financière (IFRS)¹⁵, ou le référentiel international suisse accepté sur le marché suisse pour les sociétés de taille moyenne par leur capitalisation boursière (Swiss GAAP RPC), répondent à cet objectif. L'information financière fournie en conformité avec l'un de ces référentiels permet l'évaluation du titre financier par modélisation des données comptables au travers du calcul financier (Supiot, 2015) ou actuariel (Ding *et al.*, 2008 ; Jubé, 2011), reposant sur la notion de liquidité (Demaria and Marty, 2007). Dans cette dimension purement technique, le « miroir du marché » s'est substitué au « miroir du marchand » et au « miroir du juge » (Jubé, 2011 ; Supiot, 2015). Enfin, cette substitution s'est aussi opérée au niveau de la lecture même de l'entreprise et de son modèle d'affaires, dans un mouvement, plus vaste, de financiarisation¹⁶ de l'économie. Cette vision liquide, ou monétisée du modèle d'affaires est d'autant plus forte pour les sociétés cotées, dont les actionnaires disposent d'un prix immédiatement observable sur le marché de capitaux et dont la liquidité et le rendement se lisent dans la sphère financière, déconnectés de la liquidité et du rendement du système productif de l'entreprise (Favereau and Roger, 2015).

La modélisation financière, particulièrement prégnante dans le traitement comptable des regroupements d'entreprises et la comptabilisation de l'écart d'acquisition (ou *goodwill* dans sa terminologie anglo-saxonne) illustre ce phénomène. Le regroupement d'entreprises consiste en effet à retranscrire dans les états financiers consolidés de l'acquéreur la première consolidation de l'entreprise acquise par l'allocation du prix d'acquisition entre

¹⁴ Principes comptables généralement admis aux Etats-Unis, traduction française de *Generally Accepted Accounting Principles in the U.S.* (US GAAP).

¹⁵ L'acronyme IFRS fait référence aux normes internationales de *reporting* financier (*International Financial Reporting Standards*).

¹⁶ « (...) la financiarisation a consisté à transformer toutes les composantes de l'économie en particules de capital (...) et les relier par une infrastructure technologique et de gestion qui permet de faire des liens et des évaluations entre ces différents capitaux. » (Gomez, 2019)

les actifs acquis et les passifs assumés, mesurés à leur juste valeur à la date de prise de contrôle. L'intégration globale en consolidation vise à dépasser la dimension juridique de la transaction, reflétée dans les comptes individuels de la société-mère en tant que participation financière pour le montant du prix payé, et la placer dans le champ économique. La valeur de la participation est éliminée dans les comptes consolidés contre la valeur des actifs acquis et des passifs assumés, lorsque ces éléments sont identifiables et mesurables de manière séparée. L'élément résiduel de cette allocation économique est l'écart d'acquisition. Cette technique de consolidation, dite méthode de l'acquisition¹⁷, cherche donc à refléter les fondamentaux de finance d'entreprise, selon lesquels le prix payé doit correspondre à la valeur fondamentale de l'entreprise ainsi qu'une éventuelle prime de contrôle. Cette dernière peut être justifiée par l'existence de ressources contrôlées mais non comptabilisables de manière séparée (telles que la main d'œuvre assemblée¹⁸) et les synergies attendues de l'intégration de l'entreprise acquise dans le modèle d'affaires du groupe.

La méthode de l'acquisition repose donc sur la mesure à la juste valeur du prix payé et de ses composantes. C'est un jeu de miroir par lequel la comptabilisation des éléments acquis reflète les composantes du prix payé. Sur la base de cette correspondance, les utilisateurs des états financiers doivent être en mesure d'évaluer la future performance économique de l'entreprise acquise, sa capacité à générer des avantages économiques futurs, sa capacité à créer de la valeur pour les investisseurs, notamment au travers des synergies attendues et à réaliser durant la phase d'intégration. Post-acquisition, le test de dépréciation (*impairment test*) sur le *goodwill*, rendu obligatoire en IFRS et en US GAAP en substitution d'une charge annuelle d'amortissement, a pour objectif de réinterroger en date du test de dépréciation le regroupement d'entreprises dans sa capacité à créer la valeur économique escomptée, en comparant la valeur nette comptable de l'unité génératrice de trésorerie à laquelle le *goodwill* a été alloué avec sa valeur recouvrable. Cela revient donc à faire une *reconstitution ex-post* de l'acquisition pour s'assurer que la valeur des actifs reconnus au

¹⁷ *Purchase method* ou *acquisition method* dans sa terminologie anglo-saxonne. Méthode d'acquisition et méthode de l'acquisition sont des notions équivalentes ; elles sont toutes deux employées de manière indifférenciée dans cette thèse.

¹⁸ *Assembled workforce* dans sa terminologie anglo-saxonne.

bilan sont toujours justifiées – et recouvrables. D’autres référentiels comptables nationaux (tels que le référentiel japonais ou le référentiel international suisse) n’ont pas fait le choix du modèle de dépréciation pour mesurer, post-acquisition, la valeur du *goodwill*. Ces référentiels ont soit conservé le modèle du cout historique, consistant à amortir de manière systématique l’écart d’acquisition (ce qui est le cas pour le référentiel nippon), soit une approche alternative laissant le choix de politique comptable entre amortissement du *goodwill* ou compensation immédiate en date d’acquisition contre les capitaux propres (modèle retenu par le référentiel international suisse).

Comme en Art où l’œuvre – la photographie, l’image, le portrait – n’existe pas sans le sujet qu’elle est censée représenter, le miroir comptable, en tant que reflet, double symbolique d’une transaction réelle, ne peut précéder le sujet qu’il est censé montrer. Il se doit donc de refléter aussi fidèlement que possible la transaction réelle. Il s’agit donc à présent de décrire les opérations de fusions-acquisitions, leur essor et leur évolution, dans une perspective historique, afin de comprendre l’évolution des modèles comptables appliqués aux regroupements d’entreprises.

2 Les opérations de fusions-acquisitions dans l’économie mondiale

Cette section, ayant pour point de départ la naissance, puis l’essor, du marché des fusions-acquisitions aux Etats-Unis, cherche à montrer comment l’évolution des acquisitions d’entreprises a accompagné le débat juridique et institutionnel autour des modèles de gouvernance d’entreprise. Il s’agit dans un deuxième temps d’expliquer l’essor de ces transactions transnationales dans une économie globalisée et comment les cadres juridiques et normatifs extraterritoriaux tentent de s’y adapter. La dernière partie de cette section est consacrée aux changements survenus dans la nature même des regroupements d’entreprises avec l’entrée dans l’ère du capitalisme cognitif et le poids croissant des actifs incorporels que ce dernier sous-tend.

2.1 L'essor des opérations de fusions-acquisitions : bref aperçu historique

Les Etats-Unis enregistraient vingt et une opérations de fusions-acquisitions¹⁹ en 1954 (Teitelman, 2016), pour atteindre dix ans plus tard une centaine de *bids* (offres d'acquisition à un prix d'achat lancé par les acquéreurs potentiels). On peut dater le véritable essor des opérations de fusions-acquisitions à compter de l'année 1968 avec la promulgation aux Etats-Unis du *Williams Act* instaurant les offres publiques d'achat en lieu et place du système de procurations (*proxy contests*). Les banques d'affaires commencent alors à créer, puis développer, leur propre département « Fusions-Acquisitions » (Teitelman, 2016). Cinquante ans plus tard, ce marché représente un volume mondial de plus de 2 000 transactions significatives, pour un montant total de 3 700 milliards de dollars U.S.²⁰

Les deux principales caractéristiques de l'essor des opérations de fusions-acquisitions sont les suivantes (Andrade *et al.*, 2001) : les regroupements d'entreprises s'opèrent par vagues : entre 1964 et 1970, entre 1984 et 1988, entre 1994 et 2001²¹. Chaque vague est concentrée sur des secteurs d'activités particuliers : extractions minières ou pétrolières, immobilier dans les années 1970, activités manufacturières dans les années 1980, médias et télécoms dans les années 1990. Andrade *et al.* (2001) observent en outre que les vagues ne sont pas cycliques sur un même secteur. Une fois qu'un secteur est touché par une vague d'acquisitions, il est peu probable qu'il soit touché lors d'une prochaine vague. Les auteurs en concluent que le déclenchement d'une vague d'acquisitions sur un secteur est dû à un évènement particulier. Andrade *et al.* (2001) emploient le terme anglais de *shock*, qui peut avoir trois sortes de causes : une innovation technologique – créant ce qui est appelé aujourd'hui une *disruption* –, à l'origine d'une restructuration du secteur et un repositionnement du modèle d'affaires ; une disruption en amont dans la chaîne de valeur,

¹⁹ *Mergers and Acquisitions* (M&A) dans sa terminologie anglo-saxonne. L'acronyme M&A est utilisé dans cette thèse en référence aux opérations de fusions-acquisitions.

²⁰ JPMorgan, 2018. 2018 Global M&A Outlook. Disponible à l'adresse : <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320744801603.pdf>. Les données énoncées se rapportent à l'année 2017. Les publications annuelles subséquentes ont également été analysées pour les besoins de cette étude.

²¹ Les opérations de fusions-acquisitions post-2000 sont présentées au paragraphe 2.3 de cette introduction générale.

au niveau de l'approvisionnement par exemple ; un changement réglementaire visant à une plus forte libéralisation des échanges, une exposition accrue à la concurrence et un plus fort degré de dérèglementation (des vagues de privatisations, ou la fin de monopoles). Les acquisitions conclues durant la première vague de regroupements d'entreprises (années 1960) sont plus nombreuses que lors de la seconde vague (années 1980), mais pour cette dernière, les acquisitions ont considérablement crû en taille. Il devient alors plus commun de voir des transactions mesurées en milliards de dollars U.S. Cette inflation en nombre et en taille s'est accentuée lors de la vague d'acquisitions d'entreprises survenues dans les années 1990.

L'évolution des fusions et acquisitions a suivi celle de débats théoriques, juridiques et économiques entre partisans du modèle institutionnel et plurilatéral de gouvernement d'entreprise (*stakeholder model* dans sa terminologie anglo-saxonne) et partisans du modèle dit de gouvernance d'entreprise (*Corporate governance* ou *shareholder model* dans sa terminologie anglo-saxonne) (Ding *et al.*, 2008 ; Smith *et al.*, 2017). Le premier modèle ancre les responsabilités et objectifs de l'entreprise dans le cadre de relations avec toutes les parties prenantes, alors que le modèle de gouvernance²² inscrit l'entreprise dans la relation verticale et presque privilégiée qui unit l'actionnaire au dirigeant, à qui les décisions opérationnelles et le pouvoir de gestion sont délégués. Le modèle de gouvernance actionnariale se concentre sur le contrat de société liant actionnaires et dirigeants et dont les instances de gouvernance (assemblée générale des actionnaires, conseil d'administration, comité de direction), soulignent le lien étroit (Favereau and Roger, 2015). La théorie de l'agence, quant à elle, réduit encore le champ de ce contrat de société en le définissant avant tout comme un contrat d'agence, posant le dirigeant comme un agent mandaté par un principal, l'actionnaire (Jensen and Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama and Jensen, 1983 ; Jensen, 1986). Le débat autour de ces visions remonte à la première moitié du XXème siècle avec l'opposition de vue entre deux juristes américains, E. Merrick

²² C'est au sens de gouvernance actionnariale que le terme de gouvernance est ici employé. Gouvernance d'entreprise et gouvernance actionnariale sont deux notions utilisées alternativement, de manière équivalente et indifférenciée, dans cette thèse.

Dodd Jr. et Adolf A. Berle (Macintosh, 1999). Se trouve au cœur de ce débat juridique la thématique qui fait l'objet de cette étude : les regroupements d'entreprises.

L'expansion fulgurante (en nombre et en taille) des opérations de fusions-acquisitions semble présenter un lien direct avec la diffusion en sciences de gestion, et plus particulièrement en finance d'entreprise, du modèle de gouvernance actionnariale (Teitelman, 2016). Le débat se nourrit d'une interprétation à rebours, ou du moins une ambiguïté, quant aux positions originellement prises par celui pourtant considéré comme le précurseur de la gouvernance d'entreprise : Adolf A. Berle (Macintosh, 1999 ; Smith *et al.*, 2017), co-auteur, avec l'économiste Gardiner Means, de l'ouvrage intitulé The Modern Corporation and Private Property (1932). Sa publication est précédée d'un débat public opposant Berle à un autre juriste, E. Merrick Dodd, autour de la question suivante : A qui les dirigeants doivent-ils rendre compte ? Pour Dodd, l'équipe dirigeante doit rendre compte non seulement aux actionnaires, mais aussi à l'ensemble de la société, notamment lorsque l'actionnariat se trouve dispersé entre un grand nombre d'investisseurs (Dodd, 1932). Cette responsabilité sociale des dirigeants, qui doivent veiller non seulement aux intérêts de tous les actionnaires (et non un groupe d'actionnaires en particulier) mais aussi de la société toute entière doit, pour être efficace, s'inscrire dans la loi. Dans leur ouvrage, Berle et Means défendent l'idée selon laquelle l'actionnaire ne se comporte plus comme un entrepreneur, qui prend tous les risques de l'entreprise²³, mais comme un gestionnaire d'actifs financiers dont l'objectif se limite à la maximisation du rendement de ces mêmes actifs. Ainsi, les grosses capitalisations boursières dans l'Amérique des années 1920-1930 ne sont pas le résultat de la performance économique de leur modèle d'affaires dans la sphère économique réelle mais de l'allocation de richesses disponibles sur un marché des capitaux dans la sphère financière, déconnectée de son référent économique (Berle and Means, 1932 ; Fenner, 2011)²⁴. Il s'agit d'un appel à la responsabilité des actionnaires, via

²³ Il s'agit là de la figure entrepreneuriale popularisée par les thèses de Joseph Schumpeter dans son célèbre ouvrage *Capitalisme, socialisme et démocratie* (1942).

²⁴ Cette problématique a été abordée depuis lors par d'autres auteurs. Citons Mitchell L. E. (2011): «*While the goal of this [capital asset pricing model] was to permit investors to make rational decisions balancing risk and return, its unintentional consequence was to separate the investment decision from any need to be interested in, or concerned with, the underlying corporation issuing the stock, leading to a separation of stock ownership from the underlying business (...)*». Contribution de Mitchell Lawrence E. (Mitchell,

la fonction de surveillance des administrateurs sur les dirigeants, agents à qui les « entrepreneurs-capitalistes » (*principals*) ont délégué par contrat le pouvoir de gestion et dont la mission est de servir les intérêts des actionnaires. Cette dernière interprétation voit dans cet ouvrage publié avant-guerre les prémisses de la gouvernance d'entreprise telle qu'elle sera théorisée par la suite par Milton Friedman et Eugene Fama pour l'Ecole de Chicago, ainsi que Michael Jensen et William Meckling (Gomez, 2018).

Le débat se poursuit en 1965 avec un autre juriste, Henry G. Manne, considéré depuis lors comme l'un des fondateurs de l'école de pensée *Law and Economics*, avec la publication de l'article intitulé *Mergers and the Market for Corporate Control*. Dans cet article, Manne établit le lien entre opérations de fusions-acquisitions et gouvernance d'entreprise. Selon Manne, la menace d'acquisitions et d'offres publiques d'achat hostiles est un levier puissant d'incitation à la performance managériale car cette dernière est rendue visible – et monétisable – dans la valeur de l'action (Manne, 1965). Une gestion décevante a pour conséquence une baisse de la valeur de l'action et fait de la société une proie facile pour des acquéreurs prédateurs. Une gestion performante se traduit au contraire par un cours élevé rendant ainsi plus onéreuses les prises de contrôle hostiles²⁵. Sur ces fondamentaux théoriques, les opérations de fusions-acquisitions croissent en nombre et en taille (Teitelman, 2016); elles sont censées refléter l'efficience du marché qui pénalise les entreprises elles-mêmes inefficaces, proies faciles aux raids financiers dans une image schumpetérienne de « destruction créatrice »²⁶.

2011) in Williams, Cynthia A.; Zumbansen, Peer, 2011. *The Embedded Firm: Corporate Governance, Labor and Financial Capitalism* (Collectif).

²⁵ A l'inverse, ces OPA peuvent créer des « myopies » financières aux conséquences désastreuses, comme l'illustre l'exemple du Groupe ICI au Royaume-Uni (Haskel and Westlake, 2018). Ancien fleuron de l'industrie chimique britannique, ICI fut la cible au début des années 1990 d'une OPA par un investisseur activiste. Se sentant menacée, la Direction engagea un pilotage court-termiste dont l'objectif était de maintenir élevé le cours de bourse et renchérir ainsi toute prise de participation hostile. Cette stratégie agressive s'appuya sur une croissance par acquisitions. Ces dernières engendrèrent à leur tour des difficultés d'intégration, un financement par dette et des restructurations successives se traduisant par la cession de pans entiers du Groupe. En 2008, le Groupe fut acquis par Akzo Nobel pour un montant relativement faible, soit 8 milliards de livres sterling. Haskel and Westlake (2018). p. 167.

²⁶ Lors de l'audition publique du 2 mars 2000 convoquée par le Sénateur Phil Gramm, alors Président, au sein du Sénat, du *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, le Sénateur Bayh s'inquiète des conséquences que pourrait avoir le nouveau modèle de comptabilisation des regroupements d'entreprises si ce dernier venait à freiner la « destruction créatrice » à l'œuvre dans la Nouvelle Economie, au travers des opérations de fusions-acquisitions : *“It is not inconceivable that this change might have a major impact (...)*

Alors que le Droit inscrit la société dans son identité juridique (l'entreprise vue comme *personne morale*), l'horizontalité du marché financier tend à neutraliser cette personnalité, en atomisant²⁷ l'entreprise dans la masse des agents économiques soumis à la loi de l'offre et de la demande. Dans une logique d'entreprises vues dans leur singularité juridique, économique et sociale, il est en effet presque illogique d'acquérir des sociétés par nature différentes, dans des secteurs eux-mêmes parfois diamétralement opposés, pour créer un tout hétérogène et protéiforme. La législation américaine, par la promulgation de lois *antitrust*, a toujours cherché à juguler la création de positions dominantes monopolistiques. Cependant, elle s'est montrée peu vigilante au risque de constitution de puissants conglomerats par vagues successives de regroupements d'entreprises (Teitelman, 2016). Les conglomerats présentent en effet deux avantages majeurs : une réduction des risques par diversification du « portefeuille » d'activités, entraînant dès lors de meilleures conditions de financement²⁸. En outre, dans une perspective de logique financière où toute entreprise est elle-même modélisée comme une somme d'unités génératrices de trésorerie²⁹ au-delà de son identité juridique (Jubé, 2011), il est en revanche concevable de gérer efficacement n'importe quel modèle d'affaires dès lors que l'on maîtrise les techniques de gestion, les méthodes analytiques et les outils de modélisation financière appropriés permettant de traduire chaque modèle d'affaires en somme actualisée de flux de trésorerie futurs³⁰. Cette vision appauvrie de l'entreprise présente le risque de réduire cette dernière

if the creative destruction taking place in the New Economy is slowed down because mergers and acquisitions aren't taking place as the result of perceived lowering of value (...)." Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (2000).

²⁷ Comme le rappelle Patrick Viveret, l'individu, et non la collectivité, est au centre du modèle de la « société de marché », le terme *individu* en latin étant le même qu'*atome* en grec. Viveret (2013). p.239, note 5.

²⁸ Les fondamentaux de finance d'entreprise reposent en effet sur une association positive entre risque et rentabilité pour les investisseurs ; ainsi, en cas de diminution des risques par diversification du portefeuille d'actifs, le coût du capital diminue (Quiry and le Fur, 2017).

²⁹ La norme IAS 36, Dépréciation d'actifs, définit une unité génératrice de trésorerie comme « *le plus petit groupe identifiable d'actifs qui génère des entrées de trésorerie largement indépendantes des entrées de trésorerie générées par d'autres actifs ou groupes d'actifs* ». IAS 36, par. 6.

La norme requiert que les actifs soient testés pour dépréciation soit pris individuellement, soit au niveau de chaque unité génératrice de trésorerie constituant l'entreprise (IAS 36, par. 66). Dans le cas des écarts d'acquisition, le test de dépréciation se fait au niveau de l'unité génératrice de trésorerie bénéficiant des synergies attendues du regroupement d'entreprises ayant engendré le *goodwill* et auquel ce dernier est alloué.

³⁰ Citons ici Henry Mintzberg, professeur de *management* à l'Université McGill de Montréal : « La façon de gérer un conglomérat est que vous ne le gérez pas. Vous choisissez de bons métiers et vous choisissez de

à sa valeur actuelle, obtenue du *calculus* financier, nouvelle forme de gouvernance, cette fois par les nombres (Supiot, 2015).

La définition de l'entreprise, construite autour des trois dimensions sociale, juridique et économique oscille donc, en fonction des paradigmes, entre l'entreprise vue comme *personne morale* dont l'objet social, l'action économique et le mode institutionnel sont définis par le Droit, ou comme *sujet* économique dont la « réification » est rendue possible par la financiarisation de l'économie (Gomez, 2018)³¹ et amplifiée par des modèles de normalisation comptable reposant sur le calcul financier (Jubé, 2011 ; Supiot, 2015 ; Supiot *et al.*, 2015 ; Jubé, 2020). Dans l'entreprise vue comme personne juridique, l'actionnaire a une responsabilité limitée en tant que propriétaire de parts sociales dans la société. Dans l'entreprise vue comme sujet économique, l'entreprise est un agent économique qui déploie son modèle d'affaires dans la sphère réelle – le marché de biens et de services. Dans l'entreprise vue comme titre financier, la valeur d'échange de l'action peut prendre le pas sur la réalité juridique, économique et sociale de l'organisation qui la sous-tend. La gouvernance d'entreprise, telle qu'exposée précédemment, constitue donc pour certains auteurs un « leurre juridique » dans le sens où elle donne à confondre droit de contrôle et droit de propriété ; la gouvernance d'entreprise tend à montrer l'actionnaire comme propriétaire de l'entreprise alors que ce dernier n'est propriétaire que de parts sociales lui donnant un droit de vote (Supiot *et al.*, 2015 ; Favereau and Roger, 2015 ; Gomez, 2018³²).

bons *managers* pour les diriger. Point final. » Cité dans Quiry, Pascal ; Le Fur, Yann, 2018. *La Lettre Vernimmen.net*, No. 162.

³¹ On peut distinguer trois grands régimes de gouvernance au fil de l'histoire du capitalisme : l'autocratie entrepreneuriale des années 1800 aux années 1930, avec le modèle de l'entreprise-famille et de l'entrepreneur schumpetérien ; l'oligarchie managériale jusqu'à la décennie 1980 avec un gouvernement de *managers* pour gérer, comme l'a défini J. Galbraith, l'entreprise en tant que « technostructure de production » ; puis un modèle oligarchique managérial étendu, dans lequel domine la fonction Finance et les indicateurs de performance financiers depuis la financiarisation tant de l'entreprise que de son environnement économique. Gomez, Pierre-Yves (2018). *La gouvernance d'entreprise*.

³² « Il serait faux de dire que les actionnaires sont souverains de l'entreprise du fait qu'ils en seraient les *propriétaires*. Ils ne sont propriétaires que de parts sociales composant le capital. Ce n'est que *par convention* qu'elles leur confèrent le pouvoir souverain et les responsabilités qui lui sont associées. La nuance est décisive car, dans une société libre, aucune entreprise composée d'êtres humains ne saurait être l'objet d'une propriété. En revanche, toute entreprise nécessite, pour exister, un pouvoir souverain qui, en système capitaliste, est détenu par les actionnaires. Dans un autre système, il pourrait l'être par d'autres acteurs souverains. » Gomez (2018). p. 21-22.

2.2 Les opérations de fusions-acquisitions et leur impact sur les modèles juridiques et institutionnels dans une économie globalisée

Les fonds institutionnels, les fonds de pension et les gérants d'épargne sont les principaux actionnaires des sociétés cotées, ce qui peut entraîner une concentration accrue des placements dans les grosses capitalisations boursières, dans la logique d'une économie de rente³³ et d'un objectif de liquidité et de placement à moindre risque (Gomez, 2013 ; Chavagneux and Louis, 2018). Ceci alimente la création d'entreprises géantes, mises en concurrence sur les marchés de capitaux pour capter l'essentiel de l'épargne publique. Ainsi, le groupe Apple devient le 2 août 2018 la première entreprise à atteindre le seuil symbolique de 1 000 milliards de dollars U.S. de capitalisation boursière, disputant le titre au groupe Amazon. L'épargne de masse procure à ces géants boursiers une capacité de financement, d'investissement et d'innovation inégalée mais les soumet à une mise en concurrence permanente et à une course à l'innovation effrénée (Gomez, 2013 ; Foray, 2018). Ces entreprises transnationales peuvent se voir condamnées à augmenter de manière continue leur taille critique en concluant à *tout prix* des opérations de fusions-acquisitions. On remarquera ainsi que ce n'est pas le nombre de sociétés cotées qui augmente mais le montant de la capitalisation boursière totale, concentrée sur un nombre somme toute réduit de sociétés. Ainsi Apple, dont la capitalisation boursière s'élevait en 2004 à 20 milliards de dollars U.S. (soit le PIB de Trinidad et Tobago), puis à 623 milliards de dollars U.S. (soit le PIB de la Suisse) en 2012, pour dépasser en 2017 les 800 milliards de dollars U.S. (soit plus que le PIB des Pays-Bas), a conclu entre 2004 et 2012, dix-sept acquisitions, pour près de 2 milliards de dollars U.S. Cinquante acquisitions ont été conclues entre 2013 et 2017, pour un montant total supérieur à 4 milliards de dollars U.S.³⁴. Ce phénomène de concentration capitalistique sur quelques grands groupes au cœur des principaux marchés de capitaux est amplifié par la baisse, observée depuis 1997 outre-Atlantique, des introductions en Bourse et l'augmentation des « sorties de Bourse » ou *delistings* (Karoly, 2018). Le poids des fonds privés dans le capital des entreprises et dans les opérations de

³³ Capitalisme de rente dans une économie où les multinationales créent des rentes sur les droits de propriété intellectuelle. Ainsi, le nombre de dépôts de brevets ne cesse de croître pour des innovations somme toute marginales. Chavagneux and Louis (2018).

³⁴ Ces données ont été collectées à partir des rapports annuels du groupe Apple sur la période 2004 – 2017.

fusions-acquisitions tend à croître, au détriment des investisseurs privés qui ne détiennent plus que 20% des actions de la Bourse américaine, contre 50% il y a vingt ans³⁵.

Le nombre et la taille des opérations de fusions-acquisitions (*Mergers and Acquisitions* dans sa terminologie anglo-saxonne) ont considérablement augmenté au cours des dernières décennies (Figure 1), à l'exception des périodes de crises financières (éclatement de la bulle internet en 2002 et crise financière en 2008)³⁶.

Plusieurs facteurs économiques et financiers peuvent expliquer l'augmentation en nombre et en taille de ces opérations (Fernandes, 2014) : un environnement politique et économique favorable à la prise de risque, de nouvelles opportunités sur certains marchés (comme par exemple l'effet de change favorable suite au *Brexit* pour l'acquisition de sociétés britanniques), une croissance organique atone dans la plupart des secteurs poussant les entreprises à opter pour une stratégie de croissance externe plus agressive, un niveau de liquidités disponibles fort élevé, un financement par dette à des taux historiquement bas jusqu'aux premières pressions inflationnistes après 2021, le rôle croissant de certains participants de marché (banques d'affaires et fonds de *private equity*), ou plus récemment, les réformes fiscales aux Etats-Unis avec le rapatriement sur sol américain de liquidités *offshore* désormais disponibles pour financer des acquisitions, ou encore l'expansion des investissements de sociétés chinoises à l'étranger et la multiplication des transactions transnationales qui en découle.

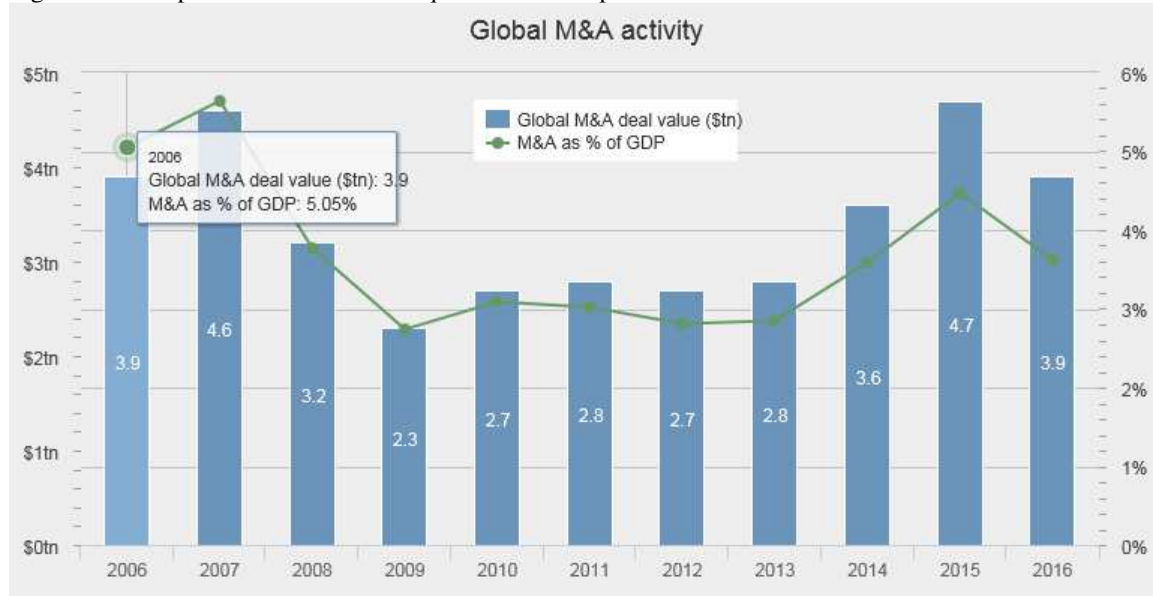
Avec un volume de transactions totalisant 4 600 milliards de dollars U.S., l'année 2007 est longtemps restée l'année record des décennies post-Enron (Figure 1). L'année 2014, avec un total de 3 600 milliards de dollars U.S., est la première année à enregistrer une augmentation du nombre de transactions après la crise financière de 2008. Mais c'est l'année 2015 qui bat un nouveau record, enregistrant un nombre historique de transactions

³⁵ Swissquote Magazine, Juillet 2018. *Le surprenant déclin de la Bourse américaine*. p. 25.

³⁶ En 1996, l'organe normalisateur américain exprime le besoin de repenser les modèles comptables relatifs aux regroupements d'entreprises au vu de l'augmentation des activités de fusions-acquisitions : « La raison principale expliquant la reprise de ce projet en 1996 est l'augmentation de l'activité M&A qui a mis en exergue le fait que deux transactions qui sont économiquement similaires peuvent être comptabilisées différemment. » FAS 141(R), par. C.9. Notre traduction.

pour s'approcher du seuil symbolique de 5 000 milliards de dollars U.S. de valorisation. Au cours de l'année 2015, 137 *megadeals*³⁷ ont compté pour plus de 50% du total des transactions³⁸.

Figure 1 : Les opérations de fusions-acquisitions sur la période 2006-2016



Source : J.P. Morgan, Dealogic [consulté le 10 janvier 2017]. Disponible à l'adresse : www.jpmorgan.com

Le nombre de transactions annoncées en 2017 (environ 36 000) reste important et comparable à celui de 2016, même si, en valeur, on observe une réduction de près de 25% par rapport à 2015, en raison principalement de la diminution de plus de 50% du nombre de *megadeals* (Kengelbach *et al.*, 2018). Élément notable : malgré des valorisations toujours à la hausse, le marché des fusions et acquisitions ne ralentit pas, les entreprises cibles étant plus chères en 2018 qu'elles ne l'étaient en 1999, au plus haut de la bulle Internet, ou qu'en 2008, peu avant la faillite de Lehman Brothers³⁹. Cette inflation s'accompagne en outre d'une tendance haussière historiquement longue sur le marché-actions. Malgré cette cherté, les investisseurs continuent d'accueillir positivement les

³⁷ Transactions dont la valeur est supérieure ou égale à 10 milliards de dollars U.S.

³⁸ Bourree Lam, 2016. *2015: a Merger Bonanza*. The Atlantic [en ligne]. 9 janvier 2016. Disponible à l'adresse : <https://www.theatlantic.com/business/archive/2016/01/2015-mergers-acquisitions/423096/>.

³⁹ Les valorisations exprimées sur la base de multiples de marché, telles que le ratio EV/EBITDA, sont particulièrement élevées ; ainsi, la valeur médiane EV/EBITDA s'élevait alors à 14.2x, soit un record depuis 1990. Les valorisations sur base de ce multiple de marché augmentent en moyenne de 5% depuis 2009. Kengelbach *et al.* (2018). p. 13.

annonces de fusions-acquisitions, dès lors que les acquéreurs avancent dans leur communication financière des estimations chiffrées de synergies à réaliser en phase d'intégration. Cette évolution met donc la réalisation post-acquisition de synergies, notamment lorsque ces dernières représentent une part importante du prix d'acquisition, au centre des préoccupations tant des équipes dirigeantes que des actionnaires (Kengelbach *et al.*, 2018).

Cette problématique autour de l'annonce et la réalisation de synergies est au cœur du rapport 2018 sur les fusions-acquisitions publié par le cabinet de conseil international Boston Consulting Group (Kengelbach *et al.*, 2018). Ce rapport livre les résultats d'une étude menée sur les cent plus grosses transactions annuelles conclues sur la dernière décennie (soit un panel total d'un millier de transactions). Sur le total des transactions observées, près de la moitié des firmes acheteuses avance, lors de l'annonce de la transaction, un montant estimé quant aux synergies attendues. Exprimées en pourcentage du chiffre d'affaires, les synergies annoncées s'élèvent en moyenne à 1.6% des ventes annuelles, soit une hausse du résultat opérationnel de près de 200 millions de dollars U.S. par an et une augmentation de la valeur d'entreprise – capitalisation boursière pour les sociétés cotées – de plus de 2,4 milliards de dollars U.S. (soit un multiple EV/EBITDA moyen de 12x, en ligne avec les niveaux observés sur la dernière décennie pour ce multiple de marché)⁴⁰. Le rapport relève cependant des disparités sectorielles. Ainsi, le pourcentage est plus élevé pour les secteurs à forte concentration, tels que l'industrie pharmaceutique, le secteur *high tech*, les médias et les institutions financières, sur lesquels il a déjà été observé un nombre plus important de *megadeals*. Il s'agit en effet d'industries où les économies d'échelle et une certaine taille critique permettent un niveau plus élevé de synergies, illustrant le lien entre concentration sectorielle et concentration boursière (Gomez, 2013), ou concentration sectorielle et vagues de fusions-acquisitions (Andrade *et al.*, 2001). Le cabinet de conseil confirme en outre dans cette étude un élément mis en évidence lors de précédentes publications⁴¹ : les investisseurs accueillent favorablement les

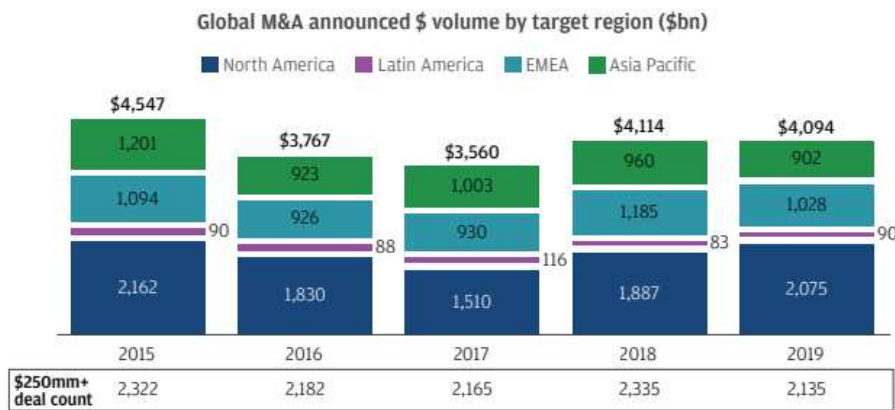
⁴⁰ Kengelbach *et al.* (2018). p. 15.

⁴¹ The Boston Consulting Group, 2016 (novembre). *The Real Deal on M&A, Synergies and Value*. Consulté à l'adresse : <https://www.bcg.com/publications/2016/merger-acquisitions-corporate-finance-real-deal-m-a-synergies-value.aspx>. Source numérique désormais non disponible.

annonces d'acquisitions quand elles sont accompagnées d'estimations quant aux synergies attendues (+0.1% de rendement anormal cumulé contre -0.9% pour les acquisitions dont la communication n'inclut pas d'annonces sur les synergies attendues). Les auteurs de l'étude constatent tout de même une évolution intéressante quant à la hausse des synergies annoncées lors de regroupements d'entreprises : cet écart de rendement se restreint depuis 2014, signe que les investisseurs accueillent ces annonces de synergies élevées avec un degré de scepticisme accru (Kengelbach *et al.*, 2018).

Malgré une hausse notable en 2018 et 2019, les deux années précédant la pandémie de Covid-19, les niveaux d'acquisition restent inférieurs au record de l'année 2015 (Figure 2). Il faut attendre 2021 avec le rebond ayant suivi la sortie de la pandémie pour que le plafond des 5 000 milliards de dollars U.S. soit franchi (Figure 3a). L'année 2021 enregistre un volume total de 5 560 milliards de dollars U.S. pour un nombre de transactions recensé à environ 31 400 acquisitions (Figure 3b).

Figure 2 : Les opérations de fusions-acquisitions annoncées entre 2015 et 2019, par zone géographique



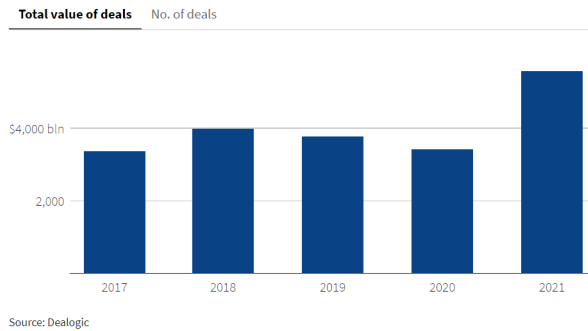
Source: Dealogic, as of 12/31/2019

Source : J.P. Morgan, 2021. 2020 Global M&A Outlook [consulté le 20 janvier 2024]. Disponible à l'adresse : www.jpmorgan.com

Figure 3a : Les opérations de fusions-acquisitions sur la période 2017 – 2021 (en volume, exprimé en milliards de dollars U.S.)

Global M&A Volume

The total value of M&A has surged in 2021, topping \$5.56 trillion

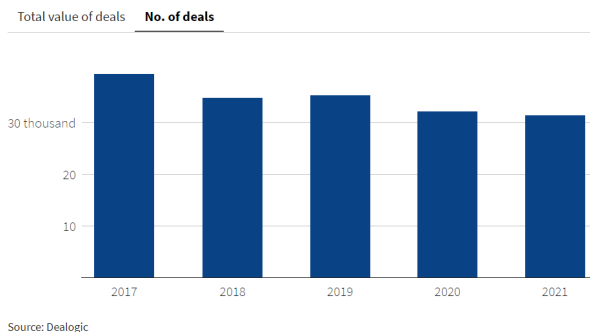


Source : Reuters, 2021. 2020 *Global M&A Volume* [consulté le 20 janvier 2024]. Disponible à l'adresse : www.reuters.com

Figure 3b : Les opérations de fusions-acquisitions sur la période 2017 – 2021 (en nombre de transactions)

Global M&A Volume

The total value of M&A has surged in 2021, topping \$5.56 trillion



Source : Reuters, 2021. 2020 *Global M&A Volume* [consulté le 20 janvier 2024]. Disponible à l'adresse : www.reuters.com

Les raisons poussant les entreprises, notamment transnationales, à conclure des opérations de fusions-acquisitions sont nombreuses. La « mondialisation transnationale », fondée sur les chaînes de valeur globalisées, est l'une d'entre elles (Veltz, 2017). Par un processus d'intégration visant non seulement à créer des économies d'échelle mais aussi des économies de réseaux, notamment par l'interconnexion globalisée via les systèmes d'information, le groupe déploie ses activités de manière transnationale, dans une logique de « mondialisation à haute résolution »⁴² qui consiste à fragmenter, au niveau

⁴² « La « mondialisation à haute résolution », ou « à grain fin » (...) exacerbe les logiques de dégroupage (...), fragmente la chaîne des activités nécessaires pour élaborer un bien ou un service en une succession

international, la chaîne de valeur en étapes parfois hyper-spécialisées, afin de tirer profit des avantages – réglementaires, fiscaux, sociaux – de certains territoires. Ces facteurs sont liés à des obligations de performance économique, par la création de synergies sous forme d'optimisation de la structure de coûts et la réalisation d'économies d'échelle (Andrade *et al.*, 2001). D'autres sont motivés par la volonté d'accroître une position de marché, voire créer des positions oligopolistiques ou de monopoles – ambitions freinées par les réglementations *anti-trust*. En ligne avec les arguments de Manne (1965), certaines acquisitions sont le résultat d'une meilleure discipline dans la gouvernance, afin d'éliminer les positions managériales jugées inefficaces. Mais ces acquisitions peuvent également résulter de coûts d'agence et de biais comportementaux managériaux de l'acquéreur, mus par l'*hubris* (Roll, 1986) ou la démesure (phénomène d'*empire building* selon Morck *et al.*, 1990).

La multiplication depuis les années 2000 des opérations de fusions-acquisitions, sous la forme d'investissements directs à l'étranger, contribue à augmenter le rôle et le poids des entreprises transnationales, au niveau d'un secteur économique particulier, d'un ou plusieurs pays, d'un continent, voire au niveau mondial (Chavagneux and Louis, 2018). Les entreprises transnationales, dont les activités se conduisent en réseau, selon des montages juridiques, organisationnels, contractuels ou technologiques complexes, profitent de la libéralisation des échanges dans une économie globalisée et du décalage existant entre la circulation des biens, des personnes (physiques et morales), des capitaux, et du manque d'intégration ou d'uniformité des régimes juridiques nationaux (Favereau and Roger, 2015 ; Supiot, 2015 ; Supiot *et al.*, 2015 ; Veltz, 2017). Ingénierie fiscale, chaînes de sous-traitance et mise en réseaux de partenaires commerciaux dans le but de réduire les coûts opérationnels, notamment de main d'œuvre, mise en concurrence des

d'étapes parfois très limitées (un test de qualité pour un composant par exemple), géographiquement dispersées, et mettant en jeu de multiples entreprises, fournisseurs, prestataires de services. Les firmes qui contrôlent ces chaînes optimisent pour chaque étape le choix du fournisseur et du lieu de production, dans une vision globale. Le mot d'ordre est : « Achetez vos composants partout, fabriquez partout, vendez partout. » Sous-entendu : là où c'est le plus profitable pour vous, au cas par cas, opération par opération. La logistique (...) devient une fonction stratégique (avec son double, le système d'information et de suivi des flux) ». Veltz (2017). p. 87.

modèles juridiques locaux dans le but de choisir les moins contraignants (*Law shopping*)⁴³, sont autant d'exemples de phénomènes relativement récents ayant accompagné l'essor des entreprises transnationales⁴⁴, soit par croissance organique sous forme d'investissements directs à l'étranger, soit par stratégie de croissance externe via des acquisitions d'entreprises. Ce phénomène est mis en évidence, plus spécifiquement autour des activités de fusions-acquisitions, dès les années 1990 lorsque les instances américaines de normalisation comptable remettent à l'ordre du jour de leur programme de travail les modèles de comptabilisation des regroupements d'entreprises ; et l'organe normalisateur américain (*Financial Accounting Standard Board*) d'indiquer le besoin d'un degré accru de comparabilité au niveau international, afin d'éviter des situations opportunistes dans certaines juridictions⁴⁵, au vu des différences transnationales dans le traitement comptable des regroupements d'entreprises et la rapide accélération des mouvements de capitaux (FASB, 2000). Le fort degré de mobilité géographique des ressources immatérielles des entreprises transnationales accentue ce phénomène. Difficile pour une entreprise active dans l'extraction et la transformation pétrolière, secteur caractérisé par une forte densité capitalistique, de déplacer ses activités de raffinage dans une juridiction fiscalement attrayante ; la tâche est en revanche bien plus aisée pour une entreprise à fort capital immatériel car cette dernière peut, après un travail de documentation juridique somme toute

⁴³ Les entreprises multinationales, ou transnationales, mettent en concurrence les Etats, dont le pouvoir s'inscrit dans un territoire : « les sociétés, par ailleurs moteurs de la croissance économique nationale, ont pu accumuler, pour les plus grandes d'entre elles, une puissance financière, les plaçant au-dessus de beaucoup d'Etats-nations. (...) N'étant pas (...) dépendantes d'un territoire, elles peuvent effectivement les mettre en concurrence pour choisir l'environnement fiscal et normatif le plus accommodant. (...) Les groupes amènent également avec eux l'apparition d'un « pouvoir » supplémentaire, un « pouvoir d'organisation », puisque c'est un pouvoir (du groupe) sur le pouvoir (celui des filiales). » Favereau and Roger (2015). p. 63-64.

⁴⁴ Pour Pierre-Yves Gomez, « la mondialisation ne signe pas l'effacement des frontières. » Il s'agit là d'une mauvaise interprétation de ce qui constitue réellement la stratégie des entreprises transnationales, soit de savoir tirer parti de ces frontières d'ordre juridique, normative ou institutionnelle. Les « perdants » de la mondialisation sont alors les acteurs économiques qui « ont cru que le libre-échange signifiait un espace mondial homogène ». Gomez, Pierre-Yves, 2019. *La nation, une ressource économique incontournable*. Le Monde. 18 avril 2019.

⁴⁵ FAS 141(R), par. C.11.

facilement réalisable, transférer marques et propriété intellectuelle sur certaines filiales, dans un objectif d'optimisation fiscale (Haskel and Westlake, 2018)^{46 47}.

Les réglementations nationales peinent donc, dans certains cas, à appréhender la dimension économique globale, devenue de plus en plus intangible, de l'entreprise transnationale, au-delà des frontières juridictionnelles. Le phénomène est amplifié par la fragmentation entre différentes branches du Droit (droit comptable, droit social, droit commercial etc.). Cependant, un régime transnational s'est répandu à l'échelle mondiale au travers soit de codes de conduite privés sous la forme de programmes de conformité (*compliance*) extra-juridiques et transdisciplinaires, soit de codes de conduite publics sous la forme d'accords soumis au droit international ou à des normes produites par les organisations internationales, cristallisant la volonté des entreprises transnationales de respecter des règles de droit coutumier. Elle est constituée de deux éléments : le *consuetudo* et l'*opinio juris* (Supiot, 2015). Le premier élément est assimilable à la *soft law* anglo-saxonne et consiste en des textes non contraignants. C'est le cas des référentiels comptables internationaux lorsqu'ils sont utilisés par les entreprises transnationales pour des besoins de consolidation et d'information financière auprès de certains de leurs investisseurs (actuels ou potentiels), dès lors que ces référentiels n'ont pas force de loi ; citons ici le référentiel américain (US GAAP), le référentiel international (IFRS)⁴⁸ ou, pour le marché suisse, le référentiel Swiss GAAP RPC offrant des recommandations relatives à la publication des comptes (Missonier-Piera, 2015). Lorsque cette pratique est partagée par les sujets économiques avec la conviction qu'une telle pratique est devenue une obligation

⁴⁶ "For an oil company to move its physical refining operations from the UK to the Netherlands would be a massive undertaking, a decade-long project of the kind most firms would undertake only if absolutely necessary. But if Starbucks wants to move the ownership of their brand or the IP behind their UK store operations to the Netherlands or Ireland or Luxembourg, it can be done with some modest legal work." Haskel and Westlake (2018). p. 140.

Certains montages fiscaux, tels que le *Double Irish Dutch Sandwich*, sont particulièrement emblématiques. Collet, Martin, 2015. Quelle fiscalité pour les entreprises transnationales ? in : *L'entreprise dans un monde sans frontière* (Supiot *et al.*, 2015) pour une description plus détaillée des montages les plus connus.

⁴⁷ L'OCDE, au travers de son projet *Base Erosion Profit Sharing* (BEPS), a pris l'initiative d'une obligation additionnelle de *reporting* en matière de prix de transfert pour les entreprises multinationales, dénommée « Déclaration pays par pays » (*Country by Country Reporting* – CbCR) afin de mieux contrôler et documenter ces différents montages, sans compter les exigences *Pillar II*, entrées en vigueur en 2024, visant à instaurer une taxe globale au niveau mondial (BEPS 2.0).

⁴⁸ Ce n'est plus le cas du référentiel IFRS depuis 2005 au sein de l'Union Européenne, en tant que référentiel obligatoire pour toutes les sociétés cotées sur un marché de capitaux de l'UE.

légale (*opinio juris*), elle devient constitutive du Droit, et s'inscrit ainsi, en tant que règle coutumière, dans les normes juridiques créant des droits et des obligations dans un cadre juridique précis (*hard law*). L'utilisation de référentiels internationaux sur les marchés de capitaux en Suisse en est un exemple éclairant. Les référentiels IFRS, US GAAP et Swiss GAAP RPC sont tous les trois permis sur le marché boursier helvétique mais seuls les référentiels IFRS et US GAAP sont admis sur le segment principal (*Main Standard*), où cotent les principales capitalisations boursières de l'indice SMI helvétique. Le référentiel Swiss GAAP RPC, réputé moins contraignant, est réservé à des capitalisations de taille moyenne (*Domestic Standard*) : à l'exception notoire du titre Swatch Group depuis sa décision, prise en octobre 2012, d'abandonner le référentiel IFRS au profit des Swiss GAAP RPC sans quitter pour autant le segment principal⁴⁹. Face à cette décision unilatérale prise par le groupe Swatch, les organes compétents pour la régulation du marché suisse, après une procédure de consultation relative à l'application du référentiel international suisse, ont entériné cette décision sans aucune sanction réglementaire prise contre le groupe Swatch⁵⁰. Cet état de fait montre que l'application limitée du référentiel Swiss GAAP RPC aux capitalisations moyennes du *Domestic Standard* reste un élément pratique du *consuetudo*, plus qu'une règle coutumière s'inscrivant dans un cadre légal contraignant.

En outre, les mouvements d'intégration entre pays membres d'une même communauté commerciale, économique et/ou politique contribuent à créer ou consolider des règles de droit transnationales et communautaires, dans une logique d'harmonisation, d'intégration et de libéralisation des échanges. Au sein de l'Union Européenne par exemple, les normes internationales d'information financière doivent contribuer à la construction et l'intégration d'un marché unique de capitaux⁵¹. Certaines dispositions, comme les

⁴⁹ The Swatch Group. Communiqué de presse du 3 octobre 2012. *Abandon des normes IFRS et retour aux Swiss GAAP RPC*. [Consulté le 16 avril 2024]. Disponible à l'adresse : <http://www.swatchgroup.com/fr/services/archives/2012/abandon-des-normes-ifrs-et-retour-aux-swiss-gaap-rpc>.

⁵⁰ The Swatch Group. Communiqué de presse du 1 mars 2013. *Clôture de la consultation sur l'application des normes Swiss GAAP RPC*. [Consulté le 16 avril 2024]. Disponible à l'adresse : <http://www.swatchgroup.com/fr/services/archives/2013/cloture-de-la-consultation-sur-lapplication-des-normes-swiss-gaap-rpc>.

⁵¹ « Considérant que les normes internationales d'information financière (IFRS) (...) sont l'un des éléments indispensables au bon fonctionnement du marché intérieur et des marchés de capitaux » (...) ; le

Directives émises par les institutions de l'Union Européenne, requièrent une transposition en droit national dans un délai déterminé. D'autres, tels que les Règlements de la Commission Européenne en matière d'adoption des normes comptables internationales, sont juridiquement contraignantes et directement applicables dans le cadre communautaire mais coexistent sur le plan national avec des dispositions, plus anciennes, édictées par les législateurs nationaux. Ainsi, au sein de l'Union Européenne, les normes internationales d'information financière telles qu'é émises par l'organe normalisateur international (*International Accounting Standard Board*) puis ratifiées par la Commission Européenne – sans modifications majeures dans la plupart des cas – sont obligatoires pour la publication des états financiers consolidés pour toute société faisant appel public à l'épargne sur un marché européen de capitaux. L'objectif affiché par les instances européennes est celui d'un meilleur fonctionnement des marchés communautaires de capitaux, dans une logique d'intégration accrue. Cependant, l'adoption du référentiel IFRS n'est pas rendu obligatoire dans chaque Etat membre en tant que référentiel statutaire ou fiscal, dans le cadre du droit comptable national.⁵² Malgré ces efforts d'harmonisation, la dichotomie identifiée depuis près d'un siècle entre pays anglo-saxons et une Europe législatrice plus continentale demeure prégnante dans le classement des référentiels comptables européens (Nobes, 2011).

L'entérinement par des organes institutionnels de certaines normes, pratiques et codes de conduite émanant de la sphère privée, jusqu'à leur donner force de loi, pose la question de

rapporteur souligne par conséquent l'importance des normes comptables pour la mise en place d'un marché unique des capitaux dans l'Union Européenne, en particulier dans le cadre du projet d'Union des marchés de capitaux (UMC). Selon lui, l'application des normes internationales d'information financière dans l'Union Européenne a contribué au renforcement du marché unique et de la compétitivité de l'économie européenne en permettant aux entreprises d'attirer les capitaux et les investissements sur les marchés mondiaux de capitaux. (...) Les normes IFRS doivent être adoptées afin de faire partie intégrante du droit de l'Union. Cette procédure d'adoption garantit que les normes comptables internationales servent les intérêts de l'économie européenne. » Parlement Européen, Commission des affaires économiques et monétaires, 2016. *Rapport sur l'évaluation des normes comptables internationales et les activités de l'International Financial Reporting Standards Foundation (Fondation IFRS), du groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG) et du Conseil de supervision de l'intérêt public (PIOB)*. 2016/0000 (INI). Référence A8-0172/2016 en date du 3.5.2016. p. 5 (Par. A), p.16-17 (Exposé des motifs).

⁵² Art. 5 du Règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement Européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales. Journal Officiel des Communautés européennes, 2002. [Consulté le 18 mai 2024]. Disponible à l'adresse : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:243:0001:0004:fr:PDF>.

l'adéquation entre un modèle de gouvernance reposant sur des mécanismes contractuels et organisationnels entre participants de marché, et les cadres juridiques nationaux préexistants. Ainsi, l'intégration européenne pose en Allemagne de nombreux défis au modèle dualiste de codétermination, qui n'est pas immédiatement compatible avec les directives européennes portant quant à elles un modèle de gouvernance moniste, plus anglo-saxon, dans lequel l'individu tend à primer sur la collectivité (Viveret, 2013⁵³ ; Supiot *et al.*, 2015). Les référentiels internationaux d'information financière, qui s'inscrivent dans une logique d'évaluation économique et financière, peuvent également entrer en dissonance avec les objectifs portés par les Droits comptables nationaux au cœur desquels priment la vision long-terme, la continuité d'exploitation ainsi que la responsabilité fiduciaire des investisseurs et de leurs instances de gouvernance (Jubé, 2011 ; Gomez, 2018⁵⁴). Depuis la publication du rapport Maystadt⁵⁵, les instances européennes insistent sur ce point. Ainsi la proposition de résolution du Parlement Européen en date du 3 mai 2016 relève certains conflits conceptuels entre les objectifs du référentiel international d'information financière et le cadre réglementaire de la comptabilité en Droit européen. En effet, l'utilité de l'information financière à des fins de décisions économiques des investisseurs (acheter, vendre, conserver un titre financier) peut entrer en conflit avec l'adéquation des capitaux propres aux besoins long-terme de l'entreprise, la protection des salariés et l'objectif, plus large, d'intérêt général porté par

⁵³ Sans faire directement référence au cas législatif rhénan, l'auteur utilise les concepts de Karl Polanyi d'un glissement d'une « économie de marché » à une « société de marché ». Si leur socle politique est faible, les institutions cherchent à se définir ou se renforcer par référence à des valeurs qu'elles iront puiser dans la dimension économique et bâtir un droit comptable sur la base de concepts empruntées à l'économie de marché. Ainsi, au travers de cette lecture, on pourrait voir, dans l'adoption par l'Union Européenne des normes comptables internationales, une faiblesse originelle du cadre législatif européen, la construction de l'Union Européenne se concevant d'abord comme un projet d'intégration économique, d'où devrait émerger un projet politique plus large et plus ambitieux. Un autre exemple est l'adoption comme droit comptable national, dans certaines juridictions, de la norme IFRS pour PME. Cette norme est le plus souvent adoptée de manière obligatoire dans les pays où le droit comptable existant est embryonnaire ou parcellaire.

⁵⁴ Il s'agit là pour l'auteur d'une des défaillances majeures de la gouvernance. Un désalignement s'est opéré entre « projet » - économique et/ou social - de l'entreprise et « profit ». L'auteur rappelle en effet que le profit est central dans la continuité d'exploitation, par l'autofinancement qu'il confère. Il insiste aussi sur la responsabilité fiduciaire des actionnaires pour assurer la pérennité de l'entreprise. Cependant, si « la raison d'être de l'entreprise a été faussement réduite au profit » dans une logique court-termiste qui vide le projet de sa substance, la continuité d'exploitation est alors en danger. Gomez (2018). p. 107-108.

⁵⁵ Maystadt, Phillippe, 2013. *Should IFRS Standards be more "European"?* Mission to reinforce the EU's contribution to the development of international accounting standards.

des instances politiques telles que celles de l'Union Européenne⁵⁶. La proposition de résolution du Parlement Européen questionne notamment l'adéquation et la conformité des objectifs du référentiel IFRS avec ceux de l'Union Européenne. Selon les principes comptables du Droit de l'Union, l'image fidèle exige « une évaluation plus générale des risques et des principes de bonne gestion », incluant « l'application d'une méthode transparente pour l'évaluation d'actifs non liquides et d'actifs dépréciés »⁵⁷ – catégorie où l'on retrouve le *goodwill*. Enfin, le projet de convergence au niveau international porté pendant plus d'une décennie par l'IASB et son homologue américain ont permis une « exportation extraterritoriale » ou une « imitation normative » dans la sphère légale au sein d'une économie financiarisée et globalisée, ainsi que du modèle de gouvernance actionnariale qui le sous-tend désormais et dont les rachats d'entreprises et offres publiques d'achat sont un instrument puissant (Supiot *et al.*, 2015).

Les modèles de comptabilisation applicables aux regroupements d'entreprises se retrouvent donc sans surprise au cœur de ces problématiques. Le cadre normatif extraterritorial, émanant souvent d'instances privées, prend dans certaines circonstances

⁵⁶ « [Le Parlement] demande à la Commission de suivre de toute urgence la recommandation Maystadt concernant l'extension du critère « d'intérêt public », en vertu duquel les normes comptables ne doivent ni mettre en péril la stabilité financière de l'Union Européenne ni entraver son développement économique et de veiller à ce que ce critère soit entièrement respecté au cours du processus d'adoption. » Parlement Européen, Commission des affaires économiques et monétaires, 2016. *Rapport sur l'évaluation des normes comptables internationales et les activités de l'International Financial Reporting Standards Foundation (Fondation IFRS), du groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG) et du Conseil de supervision de l'intérêt public (PIOB)*. 2016/0000 (INI). Référence A8-0172/2016 en date du 3.5.2016. p. 9.

⁵⁷ « (...) considérant qu'une image fidèle, la détermination du montant des dividendes et l'évaluation de la solvabilité d'une entreprise requièrent également des informations qualitatives et une évaluation plus générales des risques ; (...) considérant qu'au sein de l'Union, différents acteurs – en particulier les investisseurs à long terme – ont soulevé la question de la cohérence des normes IFRS avec les exigences légales de la directive comptable, notamment avec les principes de prudence et de bonne gestion ; (...) considérant qu'à la suite des récentes crises financières, le rôle joué par les normes IFRS pour la stabilité financière et la croissance a été inscrit à l'ordre du jour du G20 et de l'Union Européenne, notamment les règles relatives à la comptabilisation des pertes encourues par le système bancaire ; considérant que le G20 (...) ont mis en évidence des problèmes majeurs concernant les normes comptables en amont de la crise, comme les comptes hors bilan, la procyclicité créée par le principe de l'évaluation au prix du marché et la comptabilisation des pertes et des bénéfices, le fait que l'on ait sous-estimé l'accumulation des risques pendant la reprise conjoncturelle et l'absence d'une méthodologie commune et transparente pour l'évaluation des actifs non liquide et dépréciés ». Parlement Européen, Commission des affaires économiques et monétaires, 2016. *Rapport sur l'évaluation des normes comptables internationales et les activités de l'International Financial Reporting Standards Foundation (Fondation IFRS), du groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG) et du Conseil de supervision de l'intérêt public (PIOB)*. 2016/0000 (INI). Référence A8-0172/2016 en date du 3.5.2016. p. 6-7.

force de loi, au risque d'une contractualisation du droit comptable dans l'horizontalité du marché. Il procède aussi parfois par imitation d'un système juridique anglo-saxon fortement influencé par le modèle de gouvernance actionnariale (Ding *et al.*, 2008). Il s'agit moins d'un basculement des régimes dits de *Code Law* propres à certains pays européens vers un régime dit de *Common Law* propre aux pays anglo-américains que d'un glissement progressif des cadres juridiques et normatifs vers le modèle de gouvernance actionnariale. Cette transformation serait principalement due à la professionnalisation des compétences managériales et l'importance croissante des marchés de capitaux. Ding *et al.* (2008) observent que les modèles de gouvernement (*stakeholder model*) et de gouvernance d'entreprise (*shareholder model*) se différencient sur trois points majeurs : la structure actionnariale, l'asymétrie d'information et la liquidité du titre. Les entreprises caractérisées par une forte concentration actionnariale sur un ou plusieurs actionnaires majoritaires (par exemple la famille fondatrice) ont une proximité vis-à-vis des décisions de gestion et une visibilité accrue sur la marche des affaires. Les titres de ces entreprises, bien que négociés sur les marchés de capitaux, ne présentent pas un degré de liquidité élevé, ce qui inscrit l'investissement des actionnaires dans le long-terme. En revanche, les sociétés dont l'actionnariat est plus dispersé se caractérisent par une forte déconnection entre actionnaires et dirigeants, d'où l'importance des organes de gouvernance dans leur fonction de surveillance. L'asymétrie d'information est dans ce cas plus grande. Le titre jouit cependant d'une plus forte liquidité sur le marché, inscrivant l'investissement dans une perspective potentiellement plus court-termiste.

L'étude analytique conduite par Ding *et al.* (2008) sur plus d'un siècle (depuis 1880) pour quatre pays (Grande-Bretagne, Etats-Unis, France et Allemagne) permet d'identifier quatre phases dans l'évolution des modèles de comptabilisation des écarts d'acquisition (*goodwill*) comptabilisés sur regroupements d'entreprises. Les deux premières phases nient à l'écart d'acquisition la nature d'actif. Ne pouvant être reconnu au bilan, le *goodwill* est soit immédiatement comptabilisé en charge de l'exercice ou compensé contre les capitaux propres, soit soumis à un amortissement systématique sur une durée d'amortissement très courte (inférieure à 5 ans). Cette représentation comptable donne la primauté à la protection des créanciers, dans une logique de bilan de liquidation au détriment du principe de

continuité d'exploitation. Sur les deux dernières phases identifiées par les auteurs, le *goodwill* répond à la définition d'un actif, dans une vision long-terme et en application du principe de continuité d'exploitation. L'écart d'acquisition est alors reconnu au bilan à la date d'acquisition pour être ensuite soit amorti sur une période longue, soit soumis à un test de dépréciation obligatoire en lieu et place de l'amortissement. Les deux premières phases (dont les modèles comptables sont dénommés par les auteurs « statique pur » et « statique faible ») s'apparentent au gouvernement d'entreprise (*stakeholder model*) esquissé précédemment. On pourrait aussi y ajouter la troisième phase (modèle dit « dynamique » selon Ding *et al.*, 2008) puisqu'elle consiste à amortir l'écart d'acquisition sur une période d'amortissement relativement longue et représentative de la durée d'utilité de l'actif. La dernière phase, dont le modèle comptable est dénommé « actuariel », s'inscrit en revanche dans le court-terme du marché et une détention du titre à des fins de négoce par des investisseurs institutionnels, sous la pression de la financiarisation d'une économie globalisée⁵⁸. Ding *et al.* (2008) suggèrent donc que le glissement progressif du modèle de gouvernement d'entreprise vers le modèle de gouvernance actionnariale a engendré les changements survenus ces dernières décennies dans la comptabilisation du *goodwill*, jusqu'à la généralisation, du moins sur les quatre pays objets de l'étude, du modèle actuariel. Ce dernier limite l'impact comptable sur le compte de résultat, ce qui est une caractéristique majeure du modèle actionnarial.

Toujours selon cette étude, c'est sans surprise le référentiel américain qui a ouvert la voie dans cette évolution d'un modèle purement statique à une approche actuarielle, une fois passée la phase dynamique d'amortissement sur une période d'abord courte, puis longue. On pourrait penser que le modèle d'*impairment* a été adopté, somme toute, tardivement (2002). Mais ce serait ignorer l'intérêt que présente avant 2002 la méthode de mise en commun d'intérêts (*pooling of interests*) comme méthode alternative à la méthode de l'acquisition et à la comptabilisation de lourdes charges d'amortissement dans le compte

⁵⁸ « Ce court-termisme a été particulièrement dénoncé chez les fonds d'investissement ou fonds spéculatifs, dont le temps de détention des actions en portefeuille est passé de six ans entre 1945 et 1975 à deux ans entre 1980 et 2000 et moins d'un an aujourd'hui. » Gomez (2018). p. 107.

L'auteur précise également que la durée moyenne de détention d'une valeur boursière en France était de 11 mois en 2017, mais de 22 secondes si on tient compte du *trading* haute fréquence. Gomez (2018). p. 94.

de résultat, au vu du boom des fusions-acquisitions enregistré durant les années 1970⁵⁹. La France est en réalité le premier pays observé à adopter le modèle actuariel, et ce dès 1917, mais pour des raisons purement fiscales. Cette disposition comptable perdure en France jusqu'en 1982. Les dispositions comptables françaises évoluent ensuite au rythme de l'intégration communautaire européenne, révélant également le poids des investisseurs étrangers sur les marchés français de capitaux. En Allemagne, le modèle statique s'est maintenu pendant plus d'un siècle car sa logique, donnant la primauté à une lecture patrimoniale du bilan, répond bien au poids des banques dans le financement des entreprises allemandes. Le basculement vers le modèle dynamique, puis actuariel, a été relativement rapide, une conséquence immédiate des directives et règlements européens dans un effort d'intégration communautaire et une logique de réunification après la chute du mur de Berlin. Au Royaume-Uni enfin, l'évolution des modèles comptables dépend moins du cadre juridique (modèle juridique anglo-saxon, en opposition avec le modèle juridique européen) que du modèle de gouvernance imposé par le marché financier. Ainsi la Grande-Bretagne, pays de *Common Law*, est le pays qui est resté, après l'Allemagne, le plus longtemps sous le modèle statique, combinant le modèle d'amortissement du *goodwill* sur la base d'une durée très courte (5 ans) avec une approche alternative permettant une compensation immédiate contre les capitaux propres. L'affirmation de la Grande-Bretagne comme première place financière européenne, et dans une moindre mesure, les dispositions réglementaires communautaires, ont poussé à une harmonisation comptable avec le modèle outre-Atlantique. Le modèle statique, qui a longtemps perduré au Royaume-Uni, est le modèle toujours en vigueur en Suisse, en application du référentiel Swiss GAAP RPC.

Il s'agit à présent de donner un bref aperçu des fusions-acquisitions conclues depuis les années 2000 et la nature des actifs acquis, en mettant en évidence le poids croissant, dans ces actifs, d'éléments immatériels.

⁵⁹ "For some companies, busy around 1970 with massive mergers on a scale the United States had never seen before, the prospect of having to amortize enormous amounts of goodwill – even over 40 years – was problematic." Ding *et al.*, 2008. p. 735.

2.3 Typologie des Fusions-Acquisitions depuis 2000 : le poids croissant des actifs incorporels dans les regroupements d'entreprises

Les opérations de fusions-acquisitions n'ont pas seulement cru en nombre et en volume. Elles ont aussi apporté un changement significatif dans la nature des actifs acquis, enregistrant une proportion croissante d'actifs incorporels, une réduction des actifs corporels ainsi qu'un poids croissant du *goodwill* dans le total des actifs (Li and Sloan, 2017). Sur le panel de sociétés américaines utilisé dans l'étude de Li and Sloan (2017), la part du *goodwill* dans le total des actifs, après un léger fléchissement en 1993, est passée d'un peu moins de 4% en 1990 à plus de 8% en 2007. Les actifs incorporels, quant à eux, représentent en moyenne 5% du total des actifs en 1990, contre près de 13% en 2007, alors que les actifs corporels fléchissent pour passer sur la même période d'un peu moins de 35% à 25%. En 1988, un cinquième des sociétés répertoriées dans la base de données Compustat reporte un écart d'acquisition ; en 2001, elles s'élèvent à 40% (Hayn and Hughes, 2006). Selon une étude Bloomberg⁶⁰, le montant total de *goodwill* pour toutes les sociétés cotées au niveau mondial s'élève en 2017 à 8 000 milliards de dollars U.S., pour un montant total d'actifs physiques de 14 000 milliards de dollars U.S. alors que près de 50% des plus fortes capitalisations boursières européennes et américaines détiennent un *goodwill* représentant environ un tiers de la valeur comptable de leurs capitaux propres⁶¹.

L'étude conduite annuellement aux Etats-Unis par la firme Duff & Phelps et publiée en 2018 montre que pour le seul exercice 2017, un montant de 319 milliards de dollars U.S. de *goodwill* nouvellement acquis est venu enfler la rubrique *goodwill* dans les bilans des sociétés américaines – le montant le plus élevé depuis l'existence de cette étude annuelle (Duff & Phelps, 2018). Cette augmentation est associée à une activité dynamique, du moins aux Etats-Unis, en termes de regroupements d'entreprises, l'année 2017 étant une année faste, même si l'activité M&A reste en-deçà du record de l'exercice 2015. Le cabinet de

⁶⁰ Ryder, Brett, 2018. *Disputes over goodwill can seem arcane*. The Economist [en ligne]. 30 août 2018. [Consulté le 16 avril 2024]. Disponible à l'adresse : <https://www.economist.com/business/2018/08/30/disputes-over-goodwill-can-seem-arcane>.

⁶¹ Les chiffres cités par l'IASB dans le document Discussion Paper publié en mars 2020 relatif aux regroupements d'entreprises (DP/2020/1) sont comparables ; sur la base de données extraites de Capital IQ, la valeur totale du *goodwill* au niveau mondial est de 8 000 milliards de dollars U.S., soit 18% des capitaux propres. IASB (2020). Discussion Paper DP/2020/1.

conseil conduit depuis 2013 une étude comparable pour les sociétés incluses dans l'Index STOXX Europe 600⁶². La différence entre les résultats du panel européen et ceux du panel américain est flagrante : les incertitudes économiques engendrées par la crise des dettes souveraines en Europe pèsent encore, entre 2013 et 2017, sur l'activité M&A des principaux marchés européens. En 2017, la zone Euro enregistre une baisse de 10% du nombre de transactions et une baisse de 70% en termes de valeur (Duff & Phelps, 2019).

Durant les délibérations sur les nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises et la comptabilisation des écarts d'acquisition, au début de la décennie 2000, le FASB constate ce phénomène : « *Certains analystes financiers ainsi que des utilisateurs d'états financiers et des dirigeants d'entreprise font observer que les actifs incorporels sont une ressource économique de plus en plus importante pour bon nombre de sociétés, et qu'ils prennent une part croissante dans les actifs acquis lors de transactions [d'acquisitions]. Par conséquent, une meilleure information sur ces actifs incorporels s'avérerait nécessaire.* »⁶³ La comptabilisation d'actifs incorporels acquis a d'ailleurs toujours figuré au programme du projet mené par l'organe normalisateur américain sur les regroupements d'entreprises, et ce depuis son lancement dans les années 1970. Ce dernier n'est en effet pas restreint à la seule comptabilisation de l'écart d'acquisition⁶⁴. A partir du milieu des années 1990, le montant significatif de projets de développement en cours (*in-process R&D*), représentant souvent le principal actif acquis dans de nombreux regroupements d'entreprises, notamment dans les secteurs technologiques et des sciences de la vie (pharmaceutique, *biotech*, *medtech*), interpelle la communauté financière⁶⁵ (Deng

⁶² Le panel 2018 comprend les indices boursiers suivants : CAC 40 français, DAX allemand, FTSE MIB italien, IBEX 35 espagnol et FTSE 100 britannique.

⁶³ Notre traduction. "Analysts and other users of financial statements, as well as company managements, noted that intangible assets are an increasingly important economic resource for many entities and are an increasing proportion of the assets acquired in many transactions. As a result, better information about intangible assets was needed." FAS 142 Summary – Reasons for Issuing This Statement.

⁶⁴ « Durant les années 1970, le FASB a inscrit à son agenda le projet de reconsidérer la comptabilisation des regroupements d'entreprises et des actifs incorporels acquis. » FAS 141(R), par. C.2. Notre traduction. « En août 1996, le Board ajouta à son agenda le projet sur la comptabilisation des regroupements d'entreprises. L'objectif de ce projet était d'améliorer la transparence dans la comptabilisation et le reporting des regroupements d'entreprises, incluant la comptabilisation du goodwill et autres actifs incorporels. » FAS 141(R), par. C.3. Notre traduction.

⁶⁵ L'acquisition de Lotus Development Corp., en juillet 1995, s'est conclue à un prix total de 3.2 milliards de dollars U.S., dont 1.84 milliards de dollars U.S. correspondant à l'*in-process R&D* (Deng and Lev, 2006).

and Lev, 2006). Ce phénomène est d'autant plus critique d'un point de vue comptable que les normes américaines, jusqu'en 2007, ne permettent pas l'inscription à l'actif du bilan de cet élément du prix d'acquisition. Les projets de développement en cours sont alors immédiatement comptabilisés en charges de l'exercice. On peut alors redouter un comportement opportuniste de la part des acquéreurs, consistant à surévaluer le montant de l'*in-process R&D* lors de l'allocation du prix d'acquisition et ainsi réduire les charges futures d'amortissement des autres actifs incorporels acquis amortissables (Kimbrough, 2007).

On peut plus précisément analyser la formulation utilisée par le FASB lors de son constat d'une augmentation croissante des éléments incorporels dans les transactions reportées : la nature des actifs acquis a changé de manière significative, avec un poids croissant des actifs incorporels dans les ressources économiques des entreprises. Cette affirmation semble tout à fait factuelle. Il est assez facile en effet de constater dans la sphère économique le rôle croissant, ces dernières décennies, du capital humain, intellectuel, organisationnel et technologique dans les modèles d'affaires innovants et disruptifs du capitalisme cognitif, dont les ressources-clés, telles que la propriété intellectuelle, les technologies et licences, les algorithmes, sont sans substance physique (Haskel and Westlake, 2018 ; Foray, 2018). Dès la fin des années 1960, le capital intangible aux Etats-Unis dépasse le capital tangible alors que les investissements incorporels dépassent les investissements corporels dès le milieu des années 1990⁶⁶ (Haskel and Westlake, 2018). Le parallèle entre l'environnement économique et technologique à la veille du XXIème siècle et celui d'aujourd'hui est d'ailleurs particulièrement frappant : ère du *Digital* et du *Big Data* à l'aube de la deuxième décennie du XXIème siècle, de l'Intelligence Artificielle aujourd'hui, comparée à la « Nouvelle Economie⁶⁷ » naissante à la fin du siècle dernier ;

⁶⁶ Il s'agirait du tout début des années 1990 pour les Etats-Unis et le tout début des années 2000 pour la Grande-Bretagne, en mesurant les investissements corporels et incorporels en pourcentage de la valeur ajoutée sectorielle. En revanche, la part de l'investissement « tangible » dans le PIB resterait supérieure à celle de l'investissement immatériel en Europe. Haskel and Westlake (2018). p. 24-26.

⁶⁷ L'expression *New Economy* est récurrente tout au long des auditions faites devant le Congrès américain (The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000). Dans les années 1990, Alan Greenspan, alors Président de la Réserve Fédérale américaine, s'inquiète de l'essor d'une « Nouvelle Economie » échappant à la mesure statistique et dont la valeur n'est pas capturée dans les indicateurs macroéconomiques nationaux.

industrie 4.0⁶⁸ et transformation numérique de l'industrie, alors qu'au début du nouveau millénaire, les procédés sont rendus plus efficaces grâce aux nouvelles technologies appliquées à l'industrie 3.0 ; la deuxième vague Internet créant de nouveaux modes de communication, de connexion et de consommation, grâce notamment aux produits intelligents et connectés (*Internet of Things*) et aux modèles d'affaires disruptifs (*FinTech*, *EdTech*, *MedTech*), comparée à l'adoption à la fin des années 1990 du téléphone portable, de la fibre optique et de l'échange instantané de données et d'information immédiatement disponible grâce à l'utilisation de l'ordinateur portable et d'Internet.

Le capital immatériel prend la forme de propriété intellectuelle, de capital organisationnel, de contenu engendré par les utilisateurs de systèmes d'information et de savoir-faire ou de capital humain⁶⁹. Ces éléments sont aujourd'hui des facteurs clés de réussite des entreprises. Pour que ces éléments se traduisent par des niveaux de performance, d'efficience et de création de valeur accrus, il faut qu'ils se combinent à des formes organisationnelles permettant synergies et économies d'échelle et à d'autres actifs incorporels (Foray, 2018). L'innovation est un enjeu primordial et constitue, dans certains secteurs, la seule stratégie de croissance⁷⁰. C'est le cas de l'industrie pharmaceutique, où la performance future dépend du succès des projets de R&D en cours pour le développement et la future commercialisation, sous licence, de nouveaux médicaments ou de nouvelles molécules (stratégie dite de *blockbusters*). C'est le cas également de certains secteurs à forte obsolescence technologique, comme par exemple l'industrie des semi-conducteurs. Cependant les efforts d'innovation, pour qu'ils soient payants, doivent

⁶⁸ L'expression Industrie 4.0 fait référence à la quatrième révolution industrielle et à la nouvelle vague d'automatisation autour de l'échange de données pour les technologies avec une application industrielle. Les éléments et les objets du processus industriel sont connectés en réseaux afin d'augmenter de manière significative l'intelligence du système productif. Veltz (2017).

⁶⁹ La normalisation comptable a recours à une autre terminologie, celle de main d'œuvre assemblée (*assembled workforce*). Il faut en effet rappeler que l'expression « capital humain » fait controverse (Supiot, 2019). Tout d'abord, elle ne fait juridiquement aucun sens. En outre, sa connotation politique est très marquée, cette expression ayant été utilisée par Staline dans ses écrits. Enfin, elle renvoie à la période de l'esclavagisme, lorsque des personnes humaines étaient considérées comme des actifs au bilan des entreprises qui les exploitaient (Supiot, 2019).
cf. note 32 (Gomez, 2018)

⁷⁰ Dominique Foray parle d'économie de « l'innovation permanente » où l'innovation est « la règle du jeu » (Foray, 2018). D'autres auteurs définissent l'innovation comme « une question de vie ou de mort. » Baumol (2002), cité dans Foray (2018). p. 32.

s'inscrire dans un capital organisationnel qui réduise, de par l'efficacité des procédés mis en œuvre (veille technique, taille critique), le risque d'échec ou qui au contraire démultiplie le retour sur investissement des innovations en cours de développement.

L'observation telle que formulée par le FASB en 2000 repose presque exclusivement sur un vocable comptable, en faisant référence non pas à la sphère économique réelle mais à une analyse d'actifs au bilan. Ceci est d'autant plus surprenant que le référentiel comptable américain ne permet pas alors l'activation de certains éléments intangibles et présents dans les regroupements d'entreprises, tels que les projets de recherche et développement en cours. L'inscription à l'actif du bilan des dépenses de développement est toujours, quant à elle, interdite en US GAAP, hormis dans des cas très restreints (développement de logiciels à usage interne ou actifs acquis par regroupements d'entreprises). Enfin, la plupart des ressources stratégiques des sociétés innovantes et technologiques – capital humain, capital intellectuel, *goodwill* généré en interne – ne constituent toujours pas des actifs pouvant être reconnus au bilan des entreprises.

La description d'une réalité économique en affirmant que les *actifs incorporels* sont une *ressource économique* de plus en plus importante pour les entreprises résulte d'un langage comptable qui précède et semble donc prédéterminer les référents économiques qu'il est censé retranscrire. Ce diagnostic conduit le FASB à la conclusion que les actifs incorporels étant des ressources-clés, la représentation comptable des regroupements d'entreprises et des éléments acquis dans le cadre d'un regroupement d'entreprises doit refléter cette nouvelle "réalité". Ce raisonnement semble s'emprisonner dans une logique auto-référencée : les signes comptables sont utilisés pour décrire la réalité économique avec l'objectif de décider du modèle comptable le plus approprié pour transcrire cette réalité – comme si l'image comptable existait dans l'économie sous-jacente (*underlying economics*) et qu'elle contribuait à la définir, voire la créer. Une réponse à l'invitation que le FASB lance en juillet 2019 aux préparateurs et utilisateurs de l'information financière concernant la comptabilisation du *goodwill* et immobilisations incorporelles sur regroupements d'entreprises est tout à fait éclairante. Il s'agit d'une lettre de commentaires envoyée par

un cadre fondateur de la base de données Markables.net⁷¹. Cette plateforme répertorie, à partir des états financiers publiés par près de 13 500 sociétés cotées, les données chiffrées relatives aux allocations de prix d'acquisition sur les regroupements d'entreprises conclues chaque année. Sur la base de ces statistiques, l'auteur de la lettre de commentaires ne confirme pas la part croissante du *goodwill* et des actifs incorporels dans les allocations de prix d'acquisition. Ni la part des actifs incorporels, ni leur nombre, n'ont augmenté de manière significative, et la part du *goodwill* est même restée stable sur les quinze dernières années.

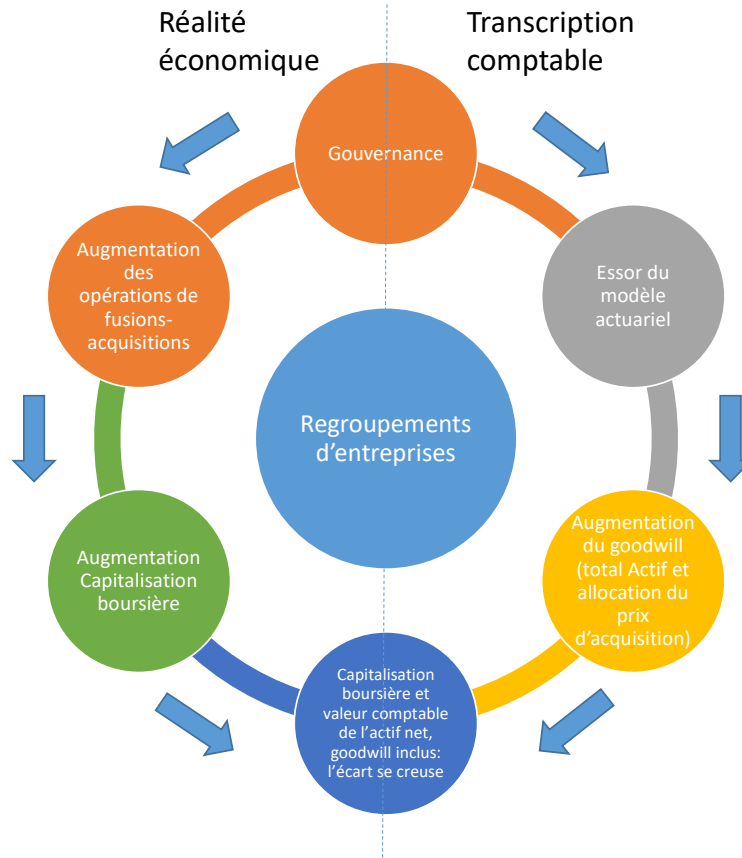
Cette grille de lecture pourrait apporter une autre explication au poids croissant du *goodwill* et d'autres actifs incorporels acquis (Li and Sloan, 2017). Par l'application de la méthode d'acquisition, le poids des actifs incorporels, entrés au bilan des entreprises dont la stratégie de croissance se fait par regroupements d'entreprises, ne peut qu'augmenter et creuser l'écart avec les entreprises à croissance organique. Une autre explication réside dans le recours (avant les années 2000) à la mise en commun d'intérêts, méthode alternative à la méthode d'acquisition alors permise en US GAAP principalement pour des transactions de fusions et acquisitions par échanges croisés de titres. A la différence de la méthode d'acquisition, la mise en commun d'intérêts consiste à sommer la valeur comptable des actifs et passifs des deux sociétés fusionnantes, en évitant ainsi la comptabilisation initiale, à leur juste valeur, d'actifs acquis et passifs assumés non comptabilisés dans le bilan d'ouverture et du *goodwill*, soit l'écart résiduel entre le prix payé et la juste valeur de l'entreprise acquise. Ces actifs incorporels étant hors-bilan, ils ne sont pas amortis, ce qui augmente les résultats reportés post-acquisition en comparaison de la méthode d'acquisition. Entre 1992 et 1997, non seulement le nombre (105 transactions en 1992 contre 321 transactions en 1997) mais également le montant (16,9 milliards de dollars U.S. en 1992 contre 213,8 milliards de dollars U.S. en 1997) des opérations comptabilisées selon la mise en commun d'intérêts ont drastiquement augmenté aux Etats-Unis⁷².

⁷¹ Binder, Christof, lettre datée du 6 octobre 2019 en réponse au Projet du FASB 2019-720 soumis à commentaires. [Consulté le 17 avril 2024]. Disponible à l'adresse : <https://www.markables.net/wp-content/uploads/2019/10/FASB-comment-letter-goodwill-and-intangibles-MARKABLES.pdf>.

⁷² Témoignage de Edmund L. Jenkins, Président du FASB, devant le *Subcommittee on Finance and Hazardous Materials of the Committee on Commerce*. FASB (2000, May 4).

La synthèse de ce qui a été présenté jusqu'à présent est schématisée en Figure 4.

Figure 4 : Réalité économique des acquisitions d'entreprise et transcription comptable des regroupements d'entreprises : une synthèse



Depuis près de deux décennies, la taille, le nombre, et le montant des transactions de fusions-acquisitions augmentent. Tel est l'état de choses que l'on peut observer d'une part. Depuis le début des années 2000 et l'adoption presque concomitante, en IFRS et en US GAAP, de la méthode de l'acquisition et le modèle d'*impairment* pour l'évaluation du *goodwill* post-acquisition, le poids du *goodwill* et des actifs incorporels dans l'allocation du prix d'acquisition et dans le bilan des entreprises post-acquisition a également augmenté. Voilà les signes comptables tels qu'on peut les lire. Ces considérations introductives permettent d'observer les relations suivantes : dans un schéma vertical de gouvernance actionnariale où les dirigeants sont des agents agissant par délégation du pouvoir exécutif dans les intérêts des actionnaires, les opérations de fusions-acquisitions peuvent être un moyen de surveillance des actionnaires sur les dirigeants ; de faibles

performances du titre financier poussent en effet à la prise de contrôle hostile et incitent l'équipe dirigeante en place à veiller à ce que la valeur du titre reste élevée (Manne, 1965). L'essor des opérations de fusions-acquisitions dans les années 1970, d'abord aux Etats-Unis avec la promulgation en 1968 du *Williams Act*, puis au niveau mondial par le développement d'une activité bancaire spécialisée dans l'accompagnement et le financement des opérations de fusions-acquisitions, a également contribué à la création de groupes transnationaux dont la taille critique, reflétée par des niveaux de capitalisation boursière élevés, permet la captation de l'épargne publique dans une économie financiarisée (Gomez, 2013). Le schéma de gouvernance actionnariale s'est également accompagné d'un glissement des modèles comptables du *goodwill* post-acquisition dits « statiques », niant à ce dernier les caractéristiques d'un actif par amortissement immédiat ou par compensation contre les capitaux propres, vers un modèle actuariel par lequel la valeur du *goodwill* en date d'arrêté est confrontée à la valeur actuelle des flux de trésorerie attendus de l'acquisition (Ding *et al.*, 2008). Deux phénomènes sont alors observés : une hausse de la part des *goodwill* dans le bilan des entreprises et les allocations du prix d'acquisition lors de la comptabilisation initiale de regroupements d'entreprises (Li and Sloan, 2017) et un poids croissant du *goodwill* et des actifs incorporels acquis dans les bilans consolidés des entreprises.

3 Présentation de la problématique et des différentes étapes de la thèse

Par l'interdiction de la méthode dite de mise en commun d'intérêts et l'application obligatoire de la méthode d'acquisition, le référentiel comptable américain (US GAAP) et le référentiel international d'information financière (IFRS) requièrent l'identification et l'inscription au bilan de l'intégralité du prix d'acquisition, des actifs acquis et passifs assumés le composant, ainsi que de l'écart résiduel constituant l'écart d'acquisition (*goodwill*). Pour le référentiel comptable américain, il s'agit de la norme *Financial Accounting Statement* No. 141, *Business Combinations*, publiée en 2001 (« FAS 141 »), puis révisée en 2007 (« FAS 141R ») pour les regroupements d'entreprises. Concernant la comptabilisation post-acquisition de l'écart d'acquisition, il s'agit de la norme *Financial*

Accounting Statement No. 142, *Goodwill and other intangible assets*, dans sa version originale (« FAS 142 »), publiée et révisée (« FAS 142R ») de manière concomitante à la norme relative aux regroupements d'entreprises⁷³. Concernant le référentiel international, il s'agit de la norme *International Financial Reporting Standard* No. 3, *Business Combinations*, publiée en 2004 (« IFRS 3 »), puis révisée en 2008 (« IFRS 3R »). Ces nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises ont été accompagnées de révisions à la norme *International Accounting Standard* No. 36, *Impairment of assets* (« IAS 36 »), qui décrit le modèle de comptabilisation post-acquisition du *goodwill*. Il s'agit pour les organes normalisateurs d'aligner valeur comptable et valeur de marché, en réponse notamment à l'essor dès la fin des années 1990 des éléments immatériels constituant les modèles d'affaires des entreprises dites du capitalisme cognitif⁷⁴.

Dans une approche positiviste, la normalisation comptable cherche à créer des conditions idéales de *reporting*, faisant écho à l'efficience des marchés, son pendant dans la sphère financière. Mais une question principale reste posée, plusieurs décennies après la publication des normes FAS 141 et IFRS 3 : Quelle est l'utilité informative, pour les investisseurs, de cette information bilantielle ? La nature même de l'écart d'acquisition, élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition dans un regroupement d'entreprises, rend difficile la conceptualisation de son modèle de comptabilisation.

La problématique à laquelle cherche à répondre cette thèse est donc la suivante : **Quelle est l'utilité informative du *goodwill* et dans quelle mesure les dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives aux regroupements d'entreprises renseignent les utilisateurs des états financiers sur la réalité économique des acquisitions d'entreprises ?**

⁷³ Avec l'entrée en vigueur en 2009 de la nouvelle nomenclature applicable au référentiel comptable américain (*US GAAP Codification*), ces normes ont désormais pour référence *Accounting Standard Codification* No. 805, *Business Combinations* (« ASC 805 ») et *Accounting Standard Codification* No. 350, *Impairment Testing* (« ASC 350 »). Cette thèse reposant sur une revue historique quant à l'évolution des modèles comptables appliqués aux regroupements d'entreprises et au *goodwill* post-acquisition, nous utilisons de manière prépondérante les anciennes références (FAS 141, FAS 141R, FAS 142, FAS 142R).

⁷⁴ On pourrait aussi parler de « capitalisme conceptuel », pour paraphraser Alan Greenspan qui a parlé de *conceptual industries* (cité dans Lev and Gu, 2016 ; page 37).

La thèse aborde cette problématique sous forme d'analyse comparée (référentiel comptable américain et référentiel international d'information financière) et la décline en trois axes de recherche : une étude historique du cadre théorique et normatif relatif aux regroupements d'entreprises et deux études empiriques visant à étudier tout d'abord la valeur informative du *goodwill* en date d'acquisition (le *goodwill* constitue-t-il un actif ?), puis soumettre le *goodwill* à l'épreuve des faits post-acquisition pour tester sa valeur de confirmation, en comparant sa valeur comptable en tant qu'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition en comptabilisation initiale avec les avantages économiques futurs générés post-acquisition en phase d'intégration.

Le *goodwill* est un signe comptable, avec comme référent réel l'acquisition d'entreprise l'ayant fait naître. Sa représentation comptable en date d'acquisition en tant qu'actif incorporel, puis lors du test de dépréciation auquel il est soumis au moins annuellement sur les exercices suivants l'acquisition, doit remplir l'objectif marqué par les organes normalisateurs de pertinence (*relevance*) et image fidèle (*representational faithfulness*) dans la transcription comptable du phénomène économique (*underlying economics*) que le *goodwill* est censé représenter. Le *goodwill* en tant qu'élément résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition doit donc être une représentation comptable aussi fidèle et pertinente que possible des sous-jacents économiques réels que sont l'évaluation de l'entreprise-cible, la négociation du prix d'acquisition, son paiement, les actifs acquis et passifs assumés identifiables séparément, et enfin l'intégration de l'entreprise acquise, avec la contribution de cette dernière à la performance économique du groupe, une fois intégrée dans son périmètre de consolidation et son modèle d'affaires. La première étude empirique cherche donc à tester le postulat selon lequel le *goodwill* doit être reconnu comme actif. La deuxième étude empirique confronte la valeur comptable du *goodwill* tel que reconnu en date d'acquisition avec les avantages économiques générés post-acquisition.

Cette thèse comporte trois chapitres. Le premier chapitre (Chapitre I) développe une étude analytique et historique sur l'évolution des modèles comptables US GAAP et IFRS relatifs aux regroupements d'entreprises, depuis l'élaboration des normes FAS 141 et FAS 142 pour le référentiel américain et la norme IFRS 3 (ainsi que la version amendée de la norme

IAS 36) pour le référentiel international, jusqu'au projet de recherche né de la revue post-adoption. Cette revue s'est achevée en 2022 aux Etats-Unis (sans remettre en cause les modèles comptables existants) mais se poursuit pour le référentiel international avec la publication en mars 2024 d'un exposé-sondage incluant de nouvelles obligations majeures en termes d'informations complémentaires à fournir sur la performance économique post-acquisition des regroupements d'entreprises. Le Chapitre I inclut l'état de la recherche académique. Les deux chapitres suivants présentent chacun une étude empirique spécifique relative à l'utilité informative du *goodwill*. La première étude empirique teste la valeur informative du *goodwill* en date d'acquisition (Chapitre II). La seconde étude empirique teste quant à elle la valeur de confirmation du *goodwill* en comparant la valeur comptable du *goodwill* en date d'acquisition avec les avantages économiques générés durant la phase d'intégration (Chapitre III).

L'étude historique comparée développée dans le Chapitre I suit d'abord les différentes phases de délibérations, entre 1996 et 2001, tant au niveau des instances normatives (*due process*) qu'au niveau de certaines instances politiques afin d'examiner dans quelle mesure certaines parties prenantes ont influencé le processus de normalisation comptable, notamment lors des auditions auprès du Sénat américain (Ramanna 2008). En effet, les discussions normatives se cristallisent à la fin des années 1990 aux Etats-Unis à partir de la controverse autour de la pertinence et la comparabilité de la méthode dite de mise en commun d'intérêts, qui laisse hors-bilan, si certains critères sont remplis, des éléments significatifs de l'entreprise acquise, dont le *goodwill*. Avec l'application obligatoire de la méthode d'acquisition, les instances normatives donnent la primauté à une lecture bilantielle du regroupement d'entreprises, ce qui a pour conséquence l'alourdissement des charges d'amortissement, post-acquisition, dans le compte de résultat de l'entreprise acheteuse. L'étude historique et normative cherche à déterminer dans quelle mesure le modèle de dépréciation appliqué à l'évaluation du *goodwill* post-acquisition (et l'abandon du modèle d'amortissement pour cet actif incorporel) est un compromis proposé par l'organe normalisateur américain, afin de répondre aux inquiétudes formulées par certaines parties prenantes quant à l'impact des nouvelles dispositions comptables sur le compte de résultat des entreprises américaines.

D'un point de vue normatif, l'application obligatoire de la méthode d'acquisition en comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises et du modèle d'*impairment* du *goodwill* en date d'arrêt, sont réputés accroître la pertinence et l'utilité informative des états financiers, en alignant la transcription comptable du regroupement d'entreprises avec sa réalité économique, en ligne avec les fondamentaux de finance d'entreprise. Cependant, le recours à des données non observables de marché dans la mesure à la juste valeur de certains actifs acquis et passifs assumés, ainsi que le caractère non vérifiable d'estimés critiques utilisés dans le test de dépréciation du *goodwill* peuvent accroître le risque de comportements opportunistes de la part des préparateurs des états financiers. En comptabilisation initiale, ces derniers peuvent être incités à manipuler l'allocation du prix d'acquisition en surévaluant le *goodwill* et ainsi réduire la future charge d'amortissement générée par les actifs amortissables acquis, désormais inscrits au bilan de l'acquéreur. Quant à l'évaluation post-acquisition du *goodwill*, le test d'*impairment* repose sur des estimés critiques le plus souvent non vérifiables, ce qui peut engendrer un retard (ou une insuffisance) dans la comptabilisation d'éventuelles pertes de valeur.

L'étude historique incluse dans le Chapitre I révèle également deux éléments qui circonscrivent l'étendue de la revue de la littérature et nourrissent les hypothèses formulées dans les études empiriques développées dans le Chapitre II et le Chapitre III de cette thèse. Le premier élément a trait à la valeur de l'écart d'acquisition lors de l'allocation du prix d'acquisition. Le *goodwill* est un élément résiduel du prix d'acquisition, un reste arithmétique, et en cela, sa valeur dépend de (et est déterminée par) l'évaluation à la juste valeur des autres actifs acquis (et passifs assumés) comptabilisés de manière séparée. Le *goodwill* peut théoriquement inclure des erreurs d'appréciation lors de l'évaluation de l'entreprise acquise ou peut partiellement correspondre à un surpris (Johnson and Petrone, 1998). Ces composantes ne répondent pas à la définition d'un actif, et devraient, par conséquent, être comptabilisées en charges de l'exercice d'acquisition. Les organes normalisateurs reconnaissent cet état de choses mais avancent l'argument selon lequel ces composantes ne sont ni détectables, ni mesurables lors de la comptabilisation initiale du *goodwill*. En revanche, le modèle de dépréciation devrait permettre de corriger cette situation en date d'arrêt, lors du test annuel d'*impairment*. Le deuxième élément a trait à

l'utilité informative des mentions rendues obligatoires en annexe des états financiers pour l'exercice sur lequel l'acquisition est conclue, et plus précisément pour les informations à fournir quant à la nature du *goodwill* et ses composantes, notamment en relation aux synergies attendues du regroupement d'entreprises en phase d'intégration. Pour les organes normalisateurs, les nouvelles normes comptables, même si elles reposent sur un fort degré de jugement professionnel, offrent l'opportunité de réduire l'asymétrie d'information entre préparateurs et utilisateurs des états financiers en rendant publiques certaines informations jusqu'à présent disponibles seulement en interne. Cependant, hormis l'obligation de fournir des informations qualitatives quant aux raisons justifiant l'acquisition, incluant une description des facteurs contribuant au prix payé et ayant généré le *goodwill*, les dispositions comptables en vigueur n'imposent aucune mention quantitative sur les synergies attendues et réalisées. Le degré d'information quant à ces dernières reste de l'initiative de l'équipe dirigeante chargée de communiquer ces éléments aux investisseurs. Dès 2000, Edmund Jenkins, alors Président du FASB exprime son inquiétude lors des auditions publiques auprès du Sénat américain : il est primordial que les nouvelles normes comptables s'accompagnent de robustes mentions obligatoires en annexe, pour que les investisseurs soient en mesure de comparer les perspectives lors de la comptabilisation initiale, avec la performance réelle post-acquisition. Il est donc critique d'analyser dans quelle mesure les informations qualitatives toujours en vigueur sont suffisantes pour répondre à l'objectif affiché par les organes normalisateurs, notamment au vu des délibérations actuelles autour de l'exposé-sondage publié en mars 2024 par l'IASB et qui traite précisément de cette problématique.

Sur la base de ces éléments, l'état de la recherche inclus dans le Chapitre I couvre les thématiques suivantes : la valeur informative du *goodwill* en tant qu'actif en date d'acquisition et en date d'arrêté ; l'existence d'éventuels surpris et dans quelle mesure ce surpris est détecté par le marché ; l'existence d'éventuels comportements opportunistes dans l'allocation du prix d'acquisition et/ou la comptabilisation de pertes de valeur sur *goodwill* ; la pertinence du modèle de dépréciation appliqué au *goodwill* par rapport au modèle d'amortissement ; la qualité et l'utilité informative des mentions obligatoires en annexe concernant les regroupements d'entreprises et le test d'*impairment* ; l'utilité

informative des modèles comptables US GAAP et IFRS en comparaison de certains référentiels nationaux ; les mesures de restructuration et de réorganisation nécessaires post-acquisition pour réaliser les avantages économiques futurs attendus des regroupements d'entreprises et les coûts inhérents à toute intégration d'une entreprise acquise.

Le Chapitre II et le Chapitre III présentent les études empiriques conduites dans le cadre de cette thèse. Ces dernières s'articulent autour de deux axes de recherche : le premier en date de première consolidation, le second en confrontant le regroupement d'entreprises avec les avantages économiques générés sur les exercices post-acquisition, et ce selon une analyse comparée US GAAP et IFRS. L'étude empirique présentée au Chapitre II consiste à tester la valeur informative (*value relevance*) du *goodwill*, élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, tel que reconnu en tant qu'actif. Un premier modèle empirique s'inscrit dans les travaux de Jennings *et al.* (1996), Henning *et al.* (2000), Kaplan (2006), D'Arcy and Tarca (2018) en testant l'association positive entre valeur de la firme mesurée sur la base du cours de bourse en date d'arrêté et la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis. Un second modèle empirique s'inscrit dans les travaux de Bugeja and Gallery (2006) et Pechlivanidis *et al.* (2022) en tenant compte également de l'antériorité du *goodwill*. Ce modèle teste l'association entre valeur de la firme et deux différentes variables : valeur comptable du *goodwill* reconnu sur les acquisitions d'entreprises conclues sur l'exercice et la valeur comptable du *goodwill* reconnu sur des acquisitions antérieures. Au travers de cette dernière variable, la pertinence informative du modèle de dépréciation appliqué au *goodwill* lors de son évaluation subséquente (post-acquisition) est également abordée.

Au vu du caractère complexe du *goodwill*, dont la nature, en tant que donnée comptable, est difficile à appréhender (Burger and Wen, 2021), la première étude empirique se construit autour de deux approches radicalement opposées dans la construction des échantillons nécessaires à l'étude. Le premier échantillon, à l'instar de Pechlivanidis *et al.* (2022) est construit à partir de la collecte massive de données (échantillon dit « de masse »). Le second échantillon est construit, à l'instar de Bugeja and Gallery (2006), sur la base de la revue manuelle d'états financiers pour les firmes ayant conclu au moins une

acquisition d'entreprise sur la période 2005-2015 (échantillon manuel). L'objectif de cette double sélection est de s'assurer de la robustesse et la fiabilité des résultats empiriques, quelle que soit la méthode retenue pour la collecte des données et la taille de l'échantillon. La collecte manuelle de données permet d'enrichir les résultats empiriques d'éléments analytiques relatifs à la présentation du *goodwill* dans le bilan consolidé. En effet, la présentation IFRS diffère de la présentation requise par les dispositions américaines, pour lesquelles la présentation du *goodwill* sur une rubrique spécifique du bilan est obligatoire, alors que la norme IAS 1 stipule qu'une entité présente sur l'état de la situation financière (bilan) des postes, rubriques ou sous-totaux supplémentaires dès lors que cette présentation est pertinente et utile à une meilleure compréhension de sa situation. Cette différence de présentation bilantielle est donc également étudiée dans le Chapitre II.

La valeur comptable du *goodwill*, en tant qu'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, dépend de l'évaluation à la juste valeur des autres éléments du regroupement d'entreprises, dont les actifs acquis. La juste valeur mesurée sur ces actifs doit contenir les synergies qu'un participant de marché s'attendrait à générer dans des conditions optimales d'utilisation de ces actifs. Ainsi les synergies attendues se reflètent tant dans la valeur du *goodwill* que dans les autres actifs (notamment incorporels) acquis. Il s'agit donc de déterminer dans un second temps dans quelle mesure le *goodwill*, mais également les autres éléments issus de l'allocation du prix d'acquisition, portent une valeur de confirmation, à savoir dans leur capacité à générer des avantages économiques futurs. C'est l'objet de la seconde étude empirique, présentée au Chapitre III. Ce chapitre suit également une approche comparée US GAAP et IFRS, en cherchant notamment à apporter de nouveaux éléments empiriques au vu des discussions en cours au sein des instances normatives internationales, alors que le FASB a abandonné son projet de recherche en 2022. Il s'agit en effet de tester la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis – ainsi que celle des autres actifs reconnus lors de l'allocation du prix d'acquisition – et déterminer si ces valeurs comptables sont associées à la performance économique post-acquisition provenant de la réalisation de synergies.

La seconde étude empirique interroge également l'origine des avantages économiques générés post-acquisition, en faisant le lien entre la performance économique mesurée après la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises et l'existence en phase d'intégration (supposée inférieure à cinq ans) de plans de restructuration et autres coûts d'intégration. Ces plans de restructuration peuvent en effet soit contribuer à la réalisation des synergies attendues du regroupement d'entreprises, soit à la destruction d'une partie de la main d'œuvre assemblée acquise, également retranscrite dans la valeur du *goodwill*. Un premier modèle empirique teste l'association positive entre performance économique post-acquisition mesurée sur la base de données de résultat et la valeur comptable en date d'acquisition du *goodwill* nouvellement acquis. Cette association est également testée sur la valeur comptable en date d'acquisition des autres éléments des regroupements d'entreprises inclus dans l'échantillon d'observations, ainsi que les coûts d'intégration et de restructuration encourus durant la phase d'intégration. Un second modèle empirique teste la même association mais en mesurant la performance économique sur la base de données de flux de trésorerie opérationnels, pour tenir compte d'éventuelles synergies financières et de gestion, en plus des synergies de coûts et de revenus contenues dans les mesures de résultat opérationnel utilisées dans le premier modèle.

La conclusion de cette thèse détaille les recommandations formulées au vu des résultats obtenus, tout en proposant des pistes de réflexion en vue de futurs travaux, tant en comptabilité financière, *reporting* financier et non-financier, que pour d'autres domaines des sciences de gestion.

CHAPITRE I – ETUDE HISTORIQUE DU CADRE THEORIQUE ET NORMATIF RELATIF AUX REGROUPEMENTS D'ENTREPRISES

Ce premier chapitre présente la première des trois études composant cette thèse. Il s'agit d'une étude analytique et historique des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises – avec l'application obligatoire de la méthode d'acquisition par laquelle le *goodwill*, écart résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, est inscrit en date d'acquisition en tant qu'actif incorporel non amortissable. Ce chapitre se compose de deux sections. La première section présente l'analyse historique du cadre théorique et normatif, selon une approche comparée US GAAP et IFRS. Cette analyse comporte trois parties. La première partie correspond à l'analyse théorique, faisant appel aux fondamentaux de finance d'entreprise, concernant les acquisitions d'entreprises en tant qu'investissements stratégiques des entreprises transnationales. La seconde partie présente, dans une perspective historique, les dispositions comptables US GAAP et IFRS applicables aux regroupements d'entreprises. La troisième et dernière partie de cette section développe les changements normatifs résultant de la revue post-acquisition tant pour le référentiel américain que pour le référentiel international ainsi que le statut actuel des projets de recherche conduits par les organes normalisateurs (FASB et IASB) autour de la comptabilisation des regroupements d'entreprises.

La seconde section de ce chapitre correspond à la revue de la littérature afin d'établir l'état actuel de la recherche sur l'utilité informative du *goodwill*, selon les dispositions comptables américaines et les normes internationales d'information financière, tant en comptabilisation initiale par l'application de la méthode d'acquisition qu'en date d'arrêté par l'application du modèle d'*impairment*. Une synthèse de l'état de la recherche est également présentée en fin de section.

1 Regroupements d'entreprises : analyse historique du cadre théorique et normatif

Cette section correspond à l'analyse historique du cadre théorique et normatif relatif aux regroupements d'entreprises, selon une analyse comparée US GAAP et IFRS. Il s'agit tout d'abord de rappeler la réalité économique des opérations de fusions-acquisitions à la lumière des fondamentaux théoriques de finance d'entreprise. La transcription comptable des regroupements d'entreprises doit être confrontée aux modèles financiers propres aux

acquisitions d'entreprises, afin d'en comprendre les sous-jacents théoriques et en évaluer la pertinence. Si, en application de la méthode d'acquisition, le *goodwill* est l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix payé sur les actifs acquis et les passifs assumés mesurés à leur juste valeur, le *goodwill* doit donc inclure les synergies et les autres éléments payés (mais non identifiables séparément des autres actifs) à partir desquels l'entreprise acheteuse, en phase d'intégration, espère créer de la valeur.

Dans un second temps, cette section suit le projet de refonte des normes relatives aux regroupements d'entreprises, mené en deux temps des deux côtés de l'Atlantique. Cette seconde partie développe dans quel contexte (et circonstances) les modèles comptables relatifs aux regroupements d'entreprises, à savoir le modèle d'acquisition pour la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises et le modèle de dépréciation pour la comptabilisation en date d'arrêté du *goodwill*, ont été repensés, élaborés, édictés (dans leur forme originale avec la publication en 2001 des normes FAS 141 et FAS 142 pour le référentiel US GAAP et la publication en 2004 de la norme IFRS 3 et l'amendement de la norme IAS 36 pour le référentiel IFRS), puis révisés par les deux organes normalisateurs, en 2007 pour le référentiel américain et en 2008 pour les normes IFRS.

L'analyse historique du cadre théorique et normatif se conclut sur l'état actuel des revues post-adoption menées depuis la révision des normes US GAAP et IFRS, d'abord aux Etats-Unis (avec la décision en 2022 du FASB d'abandonner le projet de recherche conduit jusqu'alors), puis pour le référentiel international (avec la publication en 2024 d'un exposé-sondage incluant de nouvelles informations complémentaires à fournir post-acquisition, en cas de regroupements d'entreprises, notamment quant aux synergies attendues et réalisées).

1.1 Réalité économique des acquisitions d'entreprises

L'objectif est de décrire ici la réalité économique d'une transaction de fusions-acquisitions : sur quels fondamentaux théoriques elle se décide, dans quelles conditions elle se prépare, à quels impératifs financiers elle doit répondre. Il est initialement rappelé comment, en tant qu'investissement, l'acquisition d'entreprise doit créer de la valeur ; pour cela, il faut s'assurer que le prix payé est inférieur aux avantages économiques futurs

attendus et que l'acquisition, si elle est décidée, représente pour l'acquéreur un investissement à valeur actuelle nette positive (Quiry and Le Fur, 2017). Il s'agit ensuite de rappeler les méthodes d'évaluation disponibles aux praticiens pour déterminer la juste valeur d'une entreprise-cible, d'abord prise individuellement, puis dans l'hypothèse d'une intégration réussie au sein du groupe. Il reste alors à établir le lien entre la réalité économique décrite et sa transcription comptable en s'intéressant plus particulièrement aux types de synergies attendues d'un regroupement d'entreprises et aux défis de *reporting* posés par ces investissements dits « stratégiques » (Fernandes, 2014).

1.1.1 Les fondamentaux de finance d'entreprise appliqués aux opérations de fusions-acquisitions

Plusieurs raisons peuvent justifier pour une entreprise le choix d'une stratégie de croissance par acquisitions comme alternative à une stratégie de croissance organique. Les vagues d'acquisitions observées sur le marché des fusions-acquisitions ont tout d'abord des facteurs explicatifs externes (Fernandes, 2014): une période de croissance économique caractérisée par un marché-actions en forte expansion ; des conditions de financement favorables et un cout de l'argent faible ; des vagues d'innovation créant des moments de disruption pour certaines sociétés forcées d'accompagner ou de contrer cette dernière en acquérant les sociétés innovantes menaçant leur modèle d'affaires classique⁷⁵. Les études réalisées sur le marché des *start-ups* montrent d'ailleurs que l'introduction en Bourse n'est pas la seule voie de sortie pour les actionnaires de ces jeunes pousses (Startupticker.ch, 2018). Ces dernières deviennent en effet le plus souvent des cibles à acquérir pour les acteurs majeurs du marché sur lequel ces *start-ups* peuvent soit représenter un risque de disruption, soit une opportunité de développement⁷⁶. Des changements technologiques,

⁷⁵ Citons ici le cas du secteur pharmaceutique caractérisé par de nombreuses opérations de fusions-acquisitions, notamment pour les sociétés dont le brevet d'exploitation d'un médicament ou d'une molécule est en voie d'expiration ; une fois le brevet sur un médicament expiré, sa commercialisation entrera en pleine concurrence avec les formules génériques. Afin d'accélérer le développement de nouveaux *blockbusters* (médicaments en vente exclusive) et assurer les ventes futures de nouveaux produits, ces sociétés visent l'acquisition de sociétés innovantes actives dans le développement de nouveaux médicaments ou nouvelles molécules ou sur des marchés pouvant concurrencer le modèle d'affaires pharmaceutique classique, soit une manière d'internaliser la disruption (Cunningham *et al.*, 2019).

⁷⁶ Sur les sorties de capitaux de capital-risque réalisées entre 2012 et 2017 en Suisse pour les *start-ups* les plus importantes (pour un total s'élevant à plus de 8 800 millions de francs suisses), 55% des sorties se sont

économiques ou réglementaires entraînent donc des vagues d'acquisitions, dès lors que les marchés de capitaux sont suffisamment liquides pour assurer cette expansion (Harford, 2005).

D'autres facteurs explicatifs ont déjà été avancés dans cette étude : dans l'économie de la connaissance (Foray, 2018), le succès des dépenses de recherche et de développement dépend de conditions organisationnelles particulières, dont une certaine taille critique (Veltz, 2017) ; dans ce même contexte, la course à l'innovation (Gomez, 2013) suppose d'importantes capacités de financement, d'où une captation de l'épargne publique par des géants dont les acquisitions successives assurent une visibilité et une présence prépondérante sur les marchés de capitaux.

Une acquisition d'entreprise est à considérer comme un investissement pour lequel l'acquéreur contribue activement, du fait du processus de négociation, à la détermination du prix d'acquisition. Malgré cette particularité, l'acquisition doit répondre à l'objectif que se fixe tout financier d'entreprise à l'heure d'autoriser une dépense d'investissement : s'assurer que ce dernier crée de la valeur. Pour ce faire, le financier d'entreprise doit s'assurer que la rentabilité attendue de l'investissement sera supérieure au coût du capital (Quiry and Le Fur, 2017). Dans cette logique, communément résumée dans les manuels de finance d'entreprise selon la formule « $1 + 1 > 2$ » ou « $2 + 2 = 5$ » (Teitelman, 2016), les stratégies de croissance par acquisition permettent d'exploiter des viviers de création de valeur entre l'acquéreur et l'entreprise-cible qui n'existeraient pas dans le cadre d'une croissance organique – ou qu'il serait plus long de générer : économies d'échelle, meilleure allocation des coûts fixes et de structure, extension de parts de marché et élargissement des segments de clientèle-cible, standardisation et rationalisation autour de méthodes de gestion jugées plus efficaces. Au-delà de la valeur de chaque firme prise séparément, une intégration réussie et une taille critique permettent de générer des synergies. Cette approche implique cependant une spécialisation sur des segments d'activités permettant la réalisation de synergies opérationnelles. Une trop grande diversification, comme c'est le cas de

soldées par une opération d'acquisition par un grand groupe ou un fonds de *private equity*. Startupticker.ch (2018).

certaines conglomérats, ne permettrait pas de faire naître ces synergies sur un même modèle d'affaires.⁷⁷

Cependant, les recherches en finance d'entreprise montrent que les opérations de fusion-acquisition tendent à détruire de la valeur (Fernandes, 2014). L'allocation de cette valeur profite aux actionnaires de la société-cible, au détriment d'une création de valeur actionnariale générée à long terme par le groupe constitué, nulle dans le meilleur des cas (Campa and Hernando, 2004). Le premier défi posé par une acquisition d'entreprise réside dans le fait que l'acquéreur est partie prenante à la détermination du prix et que ce dernier ne repose pas totalement sur des données observables, en conditions parfaites de marché. Même si les actionnaires et dirigeants de la société-cible doivent se plier à un certain nombre d'obligations d'informations, telles que la mise à disposition durant la phase de *due diligence* d'une *data room* réunissant tous les documents nécessaires à la revue menée par les potentiels acquéreurs, ces conditions ne correspondent pas, loin s'en faut, à des conditions idéales de *reporting*⁷⁸. Les risques de surévaluation sont importants, notamment lorsque certains passifs éventuels sont volontairement ou involontairement omis ou lorsque les hypothèses utilisées dans les projections de flux de trésorerie futurs sont erronées.

La seconde difficulté porte sur la négociation du prix payé. Une fois estimées la valeur de l'investissement et la création de valeur attendue de son intégration dans le modèle d'affaires de l'acquéreur, il reste à ce dernier à en déterminer le prix durant la phase de négociation conduite avec les vendeurs (soit les actionnaires actuels et leurs représentants). Aux qualités nécessaires à tout financier d'entreprise, il convient donc aussi d'ajouter celles d'un brillant négociateur, ce qui n'est ni chose aisée ni chose commune. Des biais

⁷⁷ Au vu des résultats décevants de certains conglomérats historiques tels que General Electric, Siemens ou ABB, certains investisseurs activistes ou de nouvelles équipes dirigeantes poussent à la cession d'activités, jugées peu rentables, avec pour objectif un recentrage sur les cœurs de métier. Les investisseurs avancent en effet l'argument selon lequel la somme des unités génératrices de trésorerie – les divisions – prises individuellement est supérieure à la valeur du groupe pris dans son unité, mettant ainsi en évidence l'absence de synergies, voire l'existence de synergies négatives (Moreillon, 2019).

⁷⁸ Sur ce point, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.1.2. du Chapitre I.

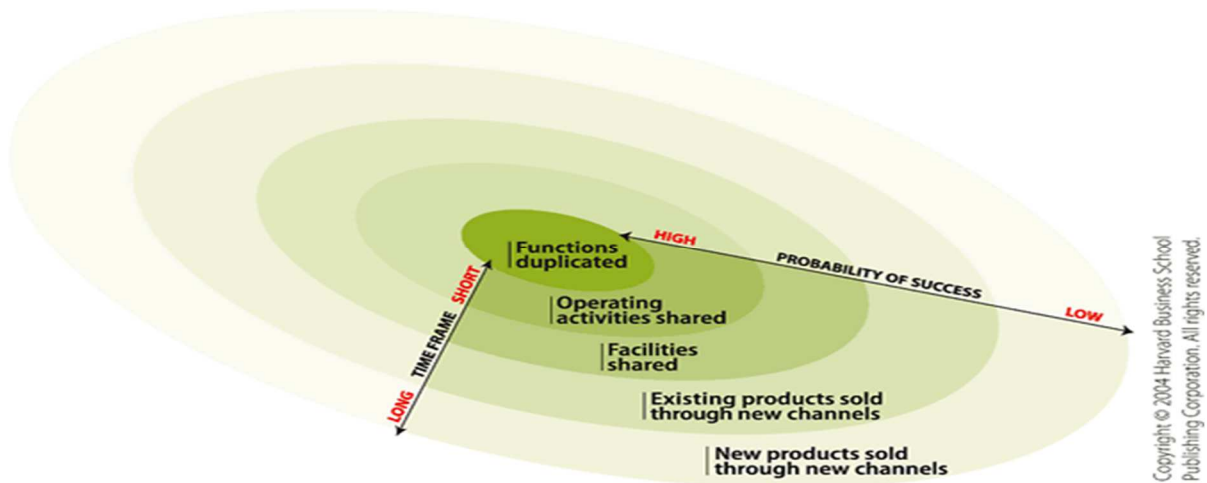
comportementaux, tels que la « malédiction du gagnant »⁷⁹ en théorie des jeux, les phénomènes d'*hubris* (Roll, 1986) ou d'*empire building* (Morck *et al.*, 1990) en finance comportementale, tendent à pousser les acquéreurs à surpayer l'entreprise-cible, notamment dans le contexte d'enchères ou de surenchères, sans compter les « pièges cognitifs » propres à l'exercice d'évaluation (Camblain and Rérolle, 2024). Alors que plus de 12 000 acquisitions (évaluées à 3 400 milliards de dollars U.S.) ont été réalisées entre 1980 et 2001, les actionnaires des entreprises consolidantes ont perdu plus de 220 milliards de dollars U.S. lors de l'annonce de ces transactions (Malmendier and Tate, 2008). D'autres articles (Moeller *et al.*, 2004 ; Moeller *et al.*, 2005) étudient le lien entre excès de confiance des dirigeants et fréquence des opérations de fusions-acquisitions, afin d'évaluer dans quelle mesure cet excès de confiance peut expliquer la destruction de valeur observée sur ces opérations. Ainsi, les dirigeants pêchant par excès de confiance surpaient les acquisitions d'entreprises⁸⁰. Ce biais comportemental est plus fort s'ils ont recours à des modes de financement interne.

La création de valeur dépend également des conditions dans lesquelles se fait l'intégration. Une partie du prix payé correspond en effet aux synergies attendues lors de l'intégration et la création de valeur dépend des efforts post-acquisition fournis par l'acquéreur pour réaliser ces synergies. Ces dernières peuvent prendre diverses formes, communément résumées dans une cartographie des synergies (Figure 5).

⁷⁹ Notre traduction de l'anglais *winner's curse*. Les études empiriques (les premières conduites dans les années 1970) suggèrent qu'en situations d'enchères, le vainqueur remporte l'enchère à un prix supérieur à la valeur fondamentale du bien acquis. Plus le nombre de participants est important, plus forte est la probabilité de surpayer en remportant l'enchère (McAfee and McMillan, 1987 ; Varaiya and Ferris, 1987 ; Quiry and Le Fur, 2017).

⁸⁰ L'excès de confiance est différent du syndrome dit *empire building* (Morck *et al.*, 1990). En cas d'excès de confiance, le dirigeant est convaincu que les synergies attendues de l'intégration seront réalisées et seront supérieures aux synergies payées. Le dirigeant est donc convaincu qu'il y aura maximisation de valeur. C'est la raison pour laquelle les auteurs testent leur hypothèse en analysant les décisions d'investissement des dirigeants, à titre personnel et à long terme (par exercice d'instruments en capitaux propres et achats d'actions).

Figure 5 : Cartographie des types de synergies (*synergy map*)



Source : Cullinam, G.; Le Roux, J.M. ; Weddigen, R.M. Harvard Business Review, 2004 (April). *When to Walk Away from a Deal?* [Consulté le 20 avril 2024]. Disponible à l'adresse : <https://hbr.org/2004/04/when-to-walk-away-from-a-deal>

Le premier niveau de synergies réalisables à court terme et dont la probabilité de concrétisation est élevée est la suppression de fonctions dupliquées, une fois consolidées les deux organisations au sein du même groupe. Par exemple, le dédoublement de certaines fonctions hiérarchiques est supprimé en lançant des plans de restructuration visant à redéfinir l'organigramme organisationnel autour des fonctions et des méthodes les plus agiles et les plus efficaces. Le deuxième niveau, selon cette méthode matricielle, correspond aux économies d'échelle réalisées lors de la conduite commune d'activités opérationnelles. Un exemple de synergies de niveau 2 est une allocation plus intensive des activités sur un même poste opérationnel, telle que l'intensification des activités de R&D par l'intégration de nouveaux projets ou encore la saisie et le suivi d'un nombre plus élevé de transactions et de données comptables dans le service administratif et financier. Viennent ensuite, mais à un horizon temporel plus lointain, donc plus incertain, la vente de produits existants par le biais de nouveaux canaux de distribution, puis la vente de nouveaux produits par le biais de nouveaux canaux de distribution. Afin de limiter les risques de surprise, l'acquéreur ne doit pas inclure dans le prix payé les synergies de niveaux 4 et 5 jugés trop incertaines. Ainsi, l'acquéreur doit évaluer l'acquisition sur la base des flux de trésorerie futurs générés par l'entreprise telle qu'elle est et non telle qu'elle est supposée être dans un futur plus ou moins proche. Il est à présent nécessaire de rappeler

les méthodes d'évaluation que peuvent utiliser acheteurs et vendeurs à l'heure de déterminer le juste prix de l'entreprise-cible.

1.1.2 Les méthodes d'évaluation d'entreprise

Plusieurs méthodes d'évaluation sont disponibles pour déterminer la valeur de l'entreprise à acquérir (ou à vendre). Ces approches peuvent se regrouper en deux grandes catégories (Fernandes, 2014) : les méthodes de valorisation relatives, reposant essentiellement sur des multiples de marché tels que le *Price Earnings Ratio* ou l'*Entreprise Value to EBITDA* et les méthodes utilisant la projection de flux de trésorerie actualisés (méthode dite *Discounted Cash Flows*, ou DCF, dont le *Clean Surplus Model*, la *Residual Income Valuation Method* ou l'EVA[™] sont des variantes). Proches du modèle actuariel utilisé en théorie comptable et financière (Scott, 2014), seules les approches DCF sont développées ici. Le modèle DCF consiste en effet à projeter les flux de trésorerie attendus de l'entreprise acquise pour les actualiser au coût du capital. L'utilisation du coût du capital comme taux d'actualisation permet de s'assurer que les flux de trésorerie générés couvriront la rentabilité attendue par les pourvoyeurs de fonds (prêteurs et actionnaires). L'évaluation d'entreprise doit donc prendre en compte trois variables significatives : le montant des flux de trésorerie futurs, la période sur laquelle ces flux de trésorerie sont générés, et les risques inhérents à ces flux prévisionnels.

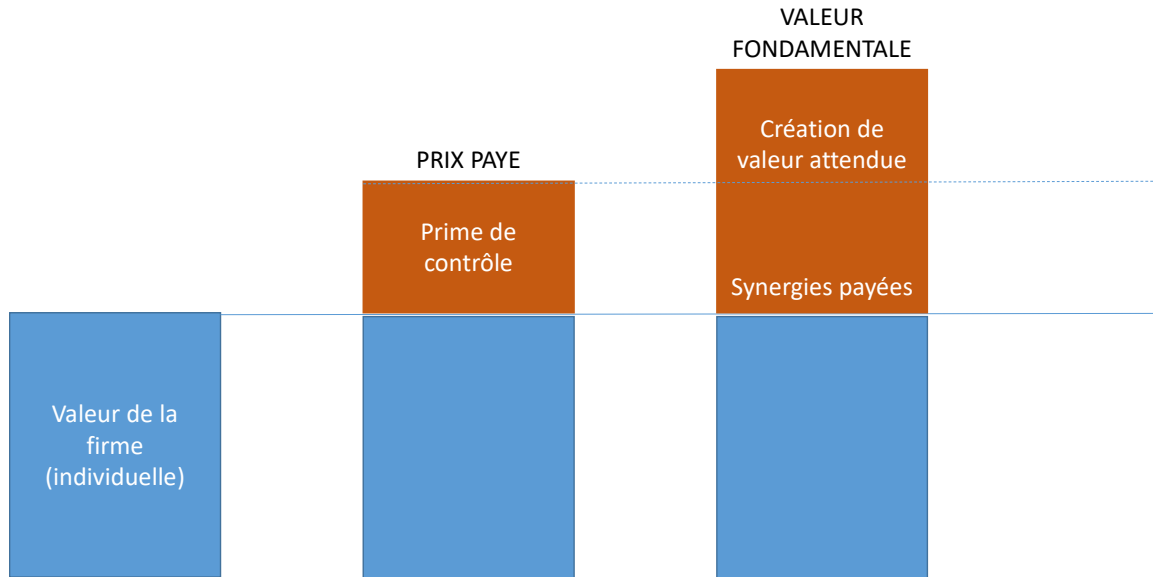
L'évaluation doit en outre se faire en deux temps : il faut d'abord valoriser l'entreprise-cible prise isolément, en projetant des flux de trésorerie sous l'hypothèse d'une entreprise qui ne profiterait pas des synergies attendues d'un groupe d'entités intégrées dans le même espace économique, organisationnel et social. Il s'agit ensuite de développer le même modèle d'évaluation en tenant compte cette fois des synergies nées de son intégration dans un groupe existant dont les procédés, le capital organisationnel et le modèle d'affaires vont accroître les flux de trésorerie attendus de l'investissement : si l'acquéreur vaut 1 et l'entreprise-cible vaut 1, le regroupement d'entreprises a pour valeur $1 + 1 > 2$. Ainsi, au-delà de la valeur de chaque firme prise séparément, il faut également tenir compte des synergies, soit l'accroissement de valeur attendu du regroupement pour chacune des deux firmes. Les acquisitions d'entreprises ont d'autant plus de chance de réussir si l'acquéreur

a une connaissance solide du modèle d'affaires de l'entreprise-cible, si les structures organisationnelles visant à supporter, et développer l'intégration, sont efficaces et si le plan d'intégration comporte des systèmes de rémunération et d'incitation appropriés (Kaplan, 2006).

La société acheteuse doit donc, dans un premier temps, déterminer la valeur de l'entreprise-cible prise séparément (*standalone value*), tel qu'illustré en Figure 6. Il lui faut pour cela déterminer sur base annuelle les flux de trésorerie opérationnels, net des dépenses d'investissement nécessaires à la bonne marche des affaires et au renouvellement du cycle d'exploitation (flux de trésorerie libres ou *free cash flow*). La valeur terminale de l'entreprise est estimée en extrapolant en tant que rente perpétuelle le *free cash flow* de la dernière période. Par conséquent, il est important d'utiliser un horizon prévisionnel suffisamment long afin de réduire le poids de la valeur terminale, réputée trop incertaine, dans la valeur totale de l'entreprise-cible. La somme des flux de trésorerie actualisés sur la période projetée et la valeur terminale correspond à la valeur totale de l'entreprise (*Enterprise Value* ou EV). La valeur des capitaux propres correspond à la valeur totale de l'entreprise, nette de la valeur de la dette. L'évaluation ainsi obtenue doit être corroborée par des évaluations selon des méthodes de valorisation relatives, soit sur données observables du marché pour les sociétés cotées dont le modèle d'affaires est comparable à celui de l'entreprise-cible, soit sur la base d'acquisitions récentes, dès lors que ces transactions sont également comparables.

Dans un second temps, cette évaluation de l'entreprise-cible est conduite en tenant compte des synergies attendues du regroupement d'entreprises. Il s'agit pour l'acquéreur d'estimer le prix payé (soit la valeur de la firme prise individuellement majorée d'une prime de contrôle), en fonction des synergies attendues lors de l'intégration de la nouvelle filiale au périmètre de consolidation et au modèle d'affaires. Durant le processus de négociation du prix, l'acquéreur veille à ne payer que les synergies dont la probabilité de réalisation est élevée. La différence entre la valeur fondamentale de l'entreprise acquise, une fois intégrée dans le modèle d'affaires de l'entreprise acheteuse, et le prix payé constitue le potentiel de création de valeur du regroupement d'entreprises (Figure 6).

Figure 6 : De la valeur d'entreprise au prix d'acquisition



Source : Adapté de Fernandes (2014), p.237.

Une fois les synergies identifiées et chiffrées, l'acquéreur est en mesure de définir, en vue de la phase de négociation, le montant de synergies qu'il est prêt à payer.

1.1.3 Les principales synergies attendues d'un regroupement d'entreprises

Il est primordial pour l'acquéreur de vérifier, préalablement à la phase de négociation, non seulement l'exactitude et l'exhaustivité des informations mises à sa disposition durant l'étape de *due diligence*, mais aussi de valider de manière objective la pertinence stratégique du regroupement, en cherchant à déterminer de manière fiable les possibles sources de synergies post-acquisition (Fernandes, 2014 ; Quiry and Le Fur, 2017 ; Kengelbach *et al.*, 2018). Ces synergies peuvent prendre la forme soit de synergies de revenus, soit de synergies de coûts, soit de synergies financières et de gestion (Tableau 1).

Tableau 1 : Les principales sources de synergies attendues d'un regroupement d'entreprises

Forme de synergies		Description
Synergies de revenus		
	Gain en parts de marché	Maximisation des revenus du groupe grâce aux synergies de complémentarité, soit géographique, soit sectorielle
	Position de marché dominante	Augmentation de la marge commerciale lors du renforcement d'une position oligopolistique ou l'émergence d'une clientèle captive, la politique de l'offre et les conditions de prix étant dictées par le groupe nouvellement constitué
Synergies de coûts		
	Economies d'échelle	Diminution du coût unitaire de revient par une utilisation optimale des unités de production et une meilleure allocation des coûts fixes (par exemple absence d'unités de production en surcapacité)
	Pouvoir de négociation	Diminution des coûts d'approvisionnement (achats matières par exemple) grâce à des positions dominantes vis-à-vis de certains fournisseurs et grâce à des effets volumes (rabais, remises, ristournes sur quantités commandées)
	Taille critique	Augmentation de la marge opérationnelle grâce à une optimisation des fonctions supports, une meilleure allocation des investissements, des dépenses de recherche et de développement, des frais de <i>marketing</i> ou de publicité
Synergies financières et de gestion		
	Optimisation du Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	Diminution du BFR et optimisation du cycle de conversion en liquidités (<i>cash conversion cycle</i>) par la mise en place au niveau du groupe de processus de gestion standardisés visant à accélérer la rotation des actifs
	Optimisation fiscale	Pour les sociétés transnationales : augmentation de la performance économique et du ratio de rentabilité des capitaux propres par une stratégie de prix de transfert visant à optimiser les avantages fiscaux et les déductibilités fiscales dans les juridictions à taux d'imposition élevé, et à transférer les revenus imposables dans les pays aux politiques fiscales accommodantes Pour les sociétés opérant au sein de la même juridiction fiscale : réalisation de crédits d'impôts et autres déficits reportables par compensation entre les pertes cumulées comptabilisées par une entité avec les revenus imposables réalisés par une autre entité au sein du même périmètre fiscal
	Optimisation de la flexibilité financière	Diminution du risque de crédit par l'acquisition d'actifs liquides réduisant la perception par les pourvoyeurs de fonds prêteurs des coûts de difficultés financières Augmentation de la rentabilité économique des capitaux propres par effet de levier financier

Source : Adapté de Fernandes (2014). p.237.

La bonne pratique requiert que l'acquéreur conduise plusieurs scénarios visant à quantifier, sur des hypothèses prudentes ou au contraire optimistes, les synergies à réaliser lors de l'intégration (Fernandes, 2014). En règle générale, les évaluations sont modélisées sur la base de trois scénarios : un scénario de base, qui utilise des hypothèses jugées raisonnables et neutres ; un scénario pessimiste qui, de manière plus prudente, ignore ou diminue la probabilité que certaines synergies se concrétisent (notamment celles de niveau 4 et 5 en application de la cartographie des synergies présentées en Figure 5) ; un scénario optimiste, considérant dans l'évaluation toutes les synergies pouvant naître du regroupement d'entreprises. Cette dernière évaluation permet de déterminer le prix maximum au-delà duquel l'acquéreur doit refuser toute transaction⁸¹. Il s'agit en effet d'un montant plafond car au-delà de ce montant, il est certain que le regroupement d'entreprises détruira de la valeur (le coût d'acquisition de l'investissement étant supérieur à la valeur fondamentale de l'entreprise acquise et des avantages économiques futurs attendus de cet investissement).

Les études sur la création de valeur post-acquisition des regroupements d'entreprises tendent à montrer que le risque de surprise est élevé et que les synergies peuvent s'avérer plus difficiles à réaliser que prévu (Fernandes, 2014). En dépit de cela, le nombre et le volume de transactions restent importants. D'autres études empiriques observent en revanche un accueil favorable de la transaction par les investisseurs, mesuré sur la base des rendements boursiers des entreprises acheteuses lors de l'annonce (Barraclough *et al.*, 2013). En utilisant des modèles de *pricing* d'options pour estimer les surprises et les synergies attendues par les participants de marché lors de l'annonce de la transaction, Barraclough *et al.* (2013) étudient, dans une analyse conduite sur 167 transactions conclues entre avril 1996 et décembre 2008, dans quelle mesure les rendements boursiers tant de l'acquéreur que de l'entreprise-cible contiennent de nouvelles informations pour les investisseurs (évaluation par l'acquéreur de la valeur de la cible ; capacité de l'acquéreur à réaliser des synergies en phase d'intégration). En outre, les rendements boursiers

⁸¹ Ce prix est communément appelé, en anglais, « *walk-away price* », soit le prix auquel l'acquéreur doit quitter la table des négociations et accepter de renoncer à la transaction. Si cette dernière est conclue à un prix égal ou supérieur au *walk-away price*, le prix payé contient un surplus et le regroupement d'entreprises détruit de la valeur.

informent aussi sur l'évaluation, par le marché, des potentielles synergies – ou éventuellement d'un surprix en cas de rendements négatifs – ainsi que du partage de ces synergies entre acquéreur et vendeur. Barraclough *et al.* (2013) observent que la probabilité de succès attendue par les investisseurs est de plus de 66%. En outre, les gains attendus de l'acquisition se partagent de manière presque égale entre acquéreurs et vendeurs.

1.1.4 La transcription comptable (regroupements d'entreprise) du modèle financier (acquisitions d'entreprises)

Les éléments fondamentaux de finance d'entreprise décrits précédemment se retrouvent en filigrane des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises et lors des tests annuels de dépréciation portant sur les unités génératrices de trésorerie auxquelles sont alloués les écarts d'acquisition. La définition d'une entreprise reconnaît ainsi l'existence et l'importance d'un procédé substantiel (capital organisationnel) et d'une main d'œuvre assemblée (capital humain) justifiant que la valeur d'une entreprise prise dans sa globalité soit supérieure à la somme des différents actifs qui la composent. On retrouve tout particulièrement cette logique dans la présomption US GAAP selon laquelle la présence d'un *goodwill* généré en interne peut être un indicateur d'un processus substantiel et suffire à qualifier l'acquisition comme un regroupement d'entreprises⁸². En revanche, par l'application de la méthode de l'acquisition, il s'agit de revenir à une logique de somme des parties, l'écart résiduel devant constituer le *goodwill*. Cependant, ce surcroît de valeur peut également constituer un surprix.

La question fondamentale au cœur de cette thèse est par conséquent de comprendre dans quelle mesure l'écart résiduel provenant de l'allocation du prix d'acquisition (le *goodwill*) constitue un actif, soit une ressource contrôlée dont l'acquéreur attend des avantages économiques futurs et dont le montant peut être déterminé de manière fiable. Deux approches peuvent être suivies pour adresser cette question (Johnson and Petrone, 1998) :

⁸² "(...) *the presence of more than an insignificant amount of goodwill may be an indicator that the acquired process is substantive and, therefore, the acquired set is a business. However, a business need not have goodwill.*" (ASC 805-10-55-9)

une approche globale, qui consiste à analyser le regroupement d'entreprises dans son intégralité, et une approche au niveau de l'écart d'acquisition et de ses différentes composantes. Dans la première approche, le fait que l'ensemble du regroupement d'entreprises, en tant qu'investissement, réponde à la définition d'un actif permet de conclure que chaque élément de l'allocation du prix d'acquisition, dont l'écart résiduel lui-même, est une sous-catégorie d'actif. Une autre approche consiste au contraire à déterminer les différentes composantes du *goodwill* et identifier celles qui répondent, ou en revanche ne répondent pas, à la définition d'un actif. Dans sa conception la plus large, le *goodwill* correspond à la prime de contrôle payée au-delà de la juste valeur de l'entreprise prise séparément (Figure 6). En finance d'entreprise, la prime de contrôle se quantifie en termes de flux de trésorerie additionnels attendus du regroupement d'entreprises. En comptabilité financière, il s'agit de retranscrire cette réalité économique en une ou plusieurs valeurs comptables, selon que les éléments constituant cette prime de contrôle sont identifiables et peuvent être comptabilisés en tant qu'actifs séparés.

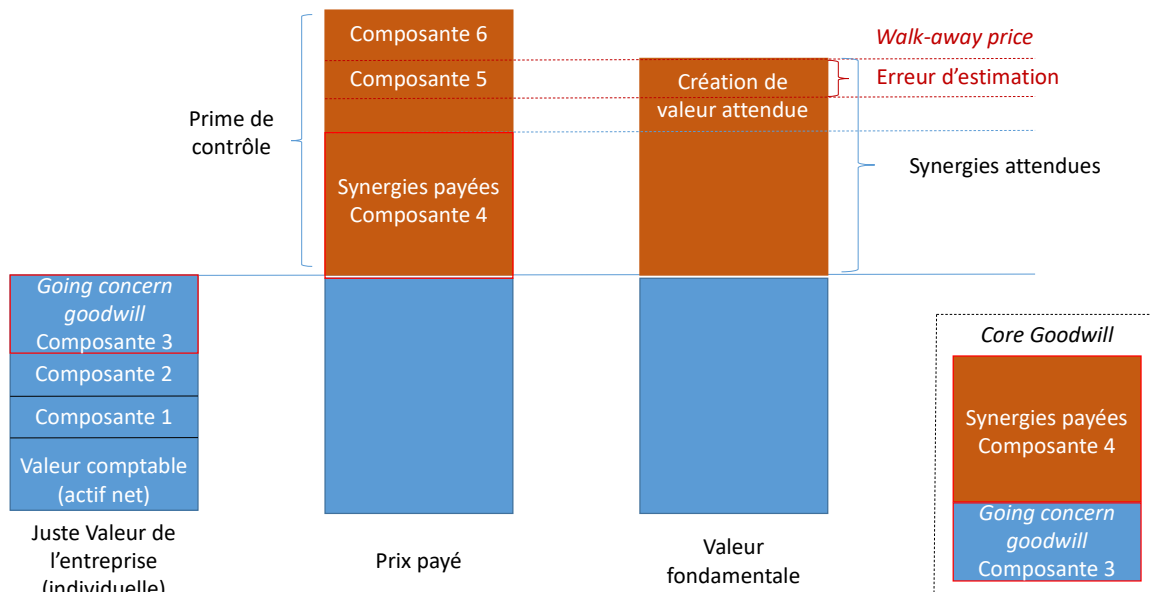
Le *goodwill* théorique (Figure 7) provenant du regroupement d'entreprises, en application de la méthode d'acquisition, peut se décliner en six composantes⁸³ (Johnson and Petrone, 1998) :

- 1- La différence entre la juste valeur de l'actif net acquis et sa valeur comptable, également définie dans l'exercice de consolidation comme « écart d'évaluation » (composante 1) : cette première composante se rapporte à la valeur de l'entreprise acquise et est différente de l'écart d'acquisition ou *goodwill* ; seul l'exercice purement comptable de consolidation isole cette composante qui ne saurait exister en dehors de l'actif net acquis ;
- 2- La juste valeur d'actifs acquis et passifs assumés non retranscrits dans le bilan d'ouverture de la société acquise (composante 2) : il s'agit également d'un écart d'évaluation identifié dans l'allocation du prix d'acquisition en tant qu'actif net reconnu séparément du *goodwill*. Tout comme la première, cette composante se rapporte à la valeur de l'entreprise acquise ;

⁸³ Ces six composantes sont reprises au paragraphe B102 de la norme FAS 141, et au paragraphe B313 dans la version révisée de la norme américaine.

- 3- La juste valeur du *goodwill* généré en interne par l'entreprise acquise et existant avant le regroupement (composante 3 ou *going concern goodwill*) : cette composante ne résulte pas, en soi, du regroupement d'entreprises. Elle est partie intégrante de la valeur de l'entreprise acquise. Il s'agit ici d'identifier les procédés et la main d'œuvre qualifiée permettant de générer des avantages économiques en transformant des entrants en sorties. D'un point de vue comptable, cependant, cette composante ne pouvant être comptabilisée de manière séparée, elle est reprise dans l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition ;
- 4- La juste valeur des synergies attendues du regroupement d'entreprises (composante 4) : cette composante n'existe pas en dehors du regroupement d'entreprises puisque les flux de trésorerie attendus de ces synergies se fondent sur l'intégration des deux entreprises afin de ne constituer qu'une seule unité génératrice de trésorerie (procédés nouvellement intégrés, main d'œuvre nouvellement assemblée, censés générer des flux de trésorerie futurs accrus). D'un point de vue comptable, cette composante ne pouvant être comptabilisée de manière séparée, elle est reprise dans l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition ;
- 5- Une erreur d'appréciation dans l'évaluation du prix d'acquisition (composante 5) : cette erreur peut correspondre à une surévaluation des flux de trésorerie attendus de l'entreprise acquise prise individuellement, ou une estimation erronée des synergies attendues de l'intégration. Dans les deux cas, d'un point de vue strictement comptable, cette composante ne répond pas à la définition d'un actif ;
- 6- Un surpris lors d'acquisitions onéreuses (composante 6) : ce cas de figure se présente lors d'une mauvaise négociation conduisant l'acquéreur à payer un prix supérieur à la valeur fondamentale de la cible. Tout comme le *goodwill* négatif résultant d'une acquisition conclue à des conditions avantageuses est reconnu au compte de résultat en tant que produit exceptionnel, tout surpris devrait conceptuellement entraîner la comptabilisation d'une perte en date d'acquisition.

Figure 7 : *Core goodwill* – *goodwill* théorique et *goodwill* comptable



Source : Adapté de Johnson and Petrone (1998) et Fernandes (2014)

Ainsi, sur un marché efficace où l'information circule de manière parfaite, le *core goodwill* correspond à la somme des composantes 3 et 4 (*goodwill* généré en interne ou *going concern goodwill* et synergies payées). Le *going concern goodwill* correspond au *goodwill* existant avant le regroupement d'entreprises. La main d'œuvre assemblée est un élément de cette composante. De la même manière, en conditions idéales de *reporting*, l'écart résiduel comptabilisé en tant que *goodwill* acquis lors de l'allocation du prix d'acquisition ne peut inclure la composante 6, qui, dans ce cas théorique, serait comptabilisée en perte de l'exercice. Quant à la composante 5, cette erreur d'appréciation, même si elle est activée lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, sera détectée, le cas échéant, et dépréciée lors des tests d'*impairment* conduits en périodes subséquentes à la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises.

Il faut en outre relever que l'évaluation à la juste valeur des actifs acquis (composante 1) tient également compte d'une partie des synergies payées (PricewaterhouseCoopers - PwC, 2011). Lors de l'allocation du prix d'acquisition, l'acquéreur doit en effet distinguer les synergies normalement attendues du regroupement d'entreprises par un participant de marché, et celles résultant de postulats spécifiques à l'entreprise et propres au cas particulier. Ainsi la juste valeur des actifs acquis doit tenir compte des synergies attendues

par les participants de marché, ce qui tend à augmenter la base amortissable de ces actifs. Ne sont donc incluses dans le *goodwill* comptable que les synergies qui ne sont spécifiques et par conséquent possibles, que dans un regroupement d'entreprises donné. Ceci est illustré dans l'exemple suivant (PwC, 2011). La société A considère l'acquisition de l'entreprise-cible T opérant trois sites de production (sites 1, 2 et 3). La société A pense réaliser un premier niveau de synergies en abandonnant l'exploitation de ces trois sites, ce qui représente des avantages économiques futurs (synergies de coûts) de 4 millions de dollars U.S. Ce postulat diffère des hypothèses de marché selon lesquelles un participant de marché réaliserait des synergies s'élevant à 3 millions de dollars U.S., par la fermeture des sites 1 et 2 afin de recentrer toutes les activités sur le site 3. Dans ce cas, seulement 1 million de dollars U.S. doit être pris en compte dans le montant du *goodwill*, les synergies attendues par les participants de marché (soit 3 millions de dollars U.S.) devant être incluses dans la valeur des actifs acquis.

En synthèse de cette partie relative à la réalité économique des acquisitions d'entreprise, il apparaît que les modèles d'évaluation utilisés en finance d'entreprise sont prégnants en comptabilité financière. Qu'il s'agisse de l'évaluation à la juste valeur des éléments de prix, des actifs acquis et des passifs assumés lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, ou de la détermination de la valeur recouvrable à chaque test d'*impairment*, le préparateur des états financiers a souvent recours aux flux de trésorerie actualisés pour déterminer la valeur hypothétique d'échange pour des éléments non négociés sur un marché actif. La méthode d'acquisition telle qu'appliquée selon les dispositions comptables US GAAP et IFRS reprend fidèlement les principes fondamentaux de finance d'entreprise : d'abord dans la détermination de la valeur de l'entreprise acquise prise isolément, puis du prix de la transaction, qui tient compte des synergies payées. Le test d'*impairment* annuel vient réinterroger la capacité de l'entreprise acquise à créer de la valeur, soit générer des flux de trésorerie actualisés au coût du capital supérieurs au prix payé. Le test d'*impairment* doit donc permettre de détecter la part du *goodwill* acquis qui n'a plus de sous-jacent économique. Il doit également permettre post-acquisition de comptabiliser en charges un éventuel surprix ou d'éventuelles erreurs dans l'appréciation

de la valeur et du prix de la transaction, ces deux éléments étant difficilement détectables en date d'acquisition.

Avec l'application de la méthode d'acquisition lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises et du modèle d'*impairment* pour la mesure post-acquisition du *goodwill*, les organes normalisateurs IASB et FASB donnent la primauté au bilan (évaluation par les stocks) plutôt qu'une évaluation par les flux. Il s'agit par conséquent de décrire à présent les principales caractéristiques des modèles comptables US GAAP et IFRS applicables aux regroupements d'entreprises.

1.2 Les modèles comptables US GAAP et IFRS applicables aux regroupements d'entreprises

Ce paragraphe présente les dispositions comptables applicables aux regroupements d'entreprises en conformité avec le référentiel comptable américain et le référentiel international d'information financière, telles qu'éditées, puis révisées durant la décennie 2000. Cette partie expose les raisons ayant conduit l'organe normalisateur américain et son homologue international à repenser ces modèles comptables, avec le souci – affiché et répété – d'un degré de convergence, de neutralité et d'indépendance accru. Cette partie suit de manière chronologique les débats entre les représentants des organes normalisateurs, la communauté financière, et les instances politiques. Les débats ont abouti, d'abord outre-Atlantique, puis au niveau international, à de nouvelles dispositions, marquées par l'abolition de la mise en commun d'intérêts et de l'amortissement systématique du *goodwill* post-acquisition. Les interrogations, les divergences et les compromis trouvés durant ces débats sont riches d'enseignement pour comprendre comment les décisions normatives ont abouti aux modèles comptables encore appliqués aujourd'hui.

Ce paragraphe s'articule autour d'une étude chronologique quant aux évolutions normatives relatives aux regroupements d'entreprises, depuis l'élaboration à compter de 1996, puis la publication en 2001, de la norme FAS 141 pour le référentiel comptable américain, et la publication en 2004 de la norme IFRS 3 pour le référentiel international,

jusqu'à la révision de ces normes et la revue post-adoption lancée par les organes normalisateurs international et américain.

Le paragraphe 1.2.1 décrit comment les dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises ont été formulées d'abord aux Etats-Unis, puis pour le référentiel international, en s'inscrivant dans un projet de refonte plus large, en deux phases, et ce des deux côtés de l'Atlantique. Afin de tenir compte de l'évolution historique de ces différentes dispositions, la codification des normes, notamment pour le référentiel américain, renvoie à la nomenclature originale lors de leur publication. Ainsi les normes US GAAP sont mentionnées en tant que *Financial Accounting Standard* (FAS), suivi du numéro et du titre de la norme correspondante, ou leur acronyme (par exemple FAS 141, *Business Combinations* ou FAS 141, pour la norme US GAAP relative aux regroupements d'entreprises). Pour les évolutions comptables après 2009, les références aux normes se font sur la base de la nomenclature devenue obligatoire à compter de 2010 (par exemple *Accounting Standards Codification Topic 805*, ou ASC 805, correspondant à l'ensemble des dispositions comptables US GAAP relatives aux regroupements d'entreprises). Enfin, les titres des normes américaines sont repris en anglais alors que ceux des normes IFRS, dont des traductions officielles sont disponibles sur le site www.ifrs.org, peuvent être repris en français.

Ce premier paragraphe s'attache à montrer comment la suppression de la méthode de mise en commun d'intérêts et la suppression du modèle d'amortissement du *goodwill* post-acquisition sont étroitement liés. En outre, la méthode d'acquisition, rendue obligatoire tant dans les dispositions comptables américaines que dans les dispositions comptables IFRS, repose sur le concept de juste valeur, alors au cœur des délibérations des instances normatives sans qu'une norme spécifique à cette notion ne soit encore disponible.

Le paragraphe 1.2.2 résume les dispositions comptables des normes publiées en 2001 pour le référentiel américain (norme FAS 141 et norme FAS 142) et en 2004 pour le référentiel IFRS (norme IFRS 3 et amendements aux normes existantes).

Le paragraphe 1.2.3 traite de la révision des normes FAS 141 (US GAAP) et IFRS 3 (IFRS) visant à améliorer le modèle d'acquisition. Ces améliorations consistent à repenser la définition d'une entreprise, l'évaluation à la juste valeur (réaffirmée en tant qu'unité de mesure lors de l'allocation du prix d'acquisition), ainsi que les conditions de comptabilisation initiale des actifs acquis et passifs assumés, ceci aboutissant à une confirmation de la nature du *goodwill* considéré comme un actif à part entière.

1.2.1 Repenser le modèle de comptabilisation du regroupement d'entreprises, de la date d'acquisition au *goodwill* post-acquisition (1996-2001/2004)

L'annexe B de la norme FAS 141, révisée et publiée en 2008, fournit une synthèse du projet mené tant par le FASB que par son homologue international pour le référentiel IAS/IFRS⁸⁴ relatif aux regroupements d'entreprises et la comptabilisation des écarts d'acquisition. Depuis les années 1970, le FASB avait inscrit la comptabilisation des regroupements d'entreprises et des actifs incorporels y afférents à son programme de travail. Le projet a cependant été abandonné en 1981, le FASB travaillant alors sur le Cadre Conceptuel US GAAP⁸⁵, avant d'être reconsidéré en 1996.

En 1999, le FASB prend la décision de mener le projet en plusieurs phases. La première phase s'est conclue en 2001, peu après l'éclatement de la bulle internet, avec la publication de la norme FAS 141. La nouvelle norme rend obligatoire la méthode d'acquisition comme seule méthode applicable lors de la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises. La possibilité de comptabiliser la transaction sous la forme d'une mise en commun d'intérêts est désormais interdite. Une norme additionnelle, la norme Financial Accounting Standard No. 142, *Goodwill and Other Intangible Assets*, est publiée simultanément et vient éliminer l'amortissement post-acquisition du *goodwill*. Le FASB travaille sur ce projet avec d'autres organes de normalisation comptable, dont l'*International Accounting Standard Committee* (« IASC »). Ce dernier, devenu IASB, décide de conduire un projet de révision qui débouche sur des dispositions conceptuelles

⁸⁴ IAS/IFRS renvoie au référentiel international d'information financière, normes codifiées *International Accounting Standards* ("IAS") avant 2002, puis *International Financial Reporting Standards* ("IFRS") après cette date.

⁸⁵ FAS 141, par. B3.

similaires, avec la publication en 2004 de la norme IFRS 3, *Business Combinations*, ainsi que les amendements apportés aux normes existantes relatives aux dépréciations d'actifs et aux actifs incorporels, à savoir, les normes IAS 36, *Impairment of Assets* et IAS 38, *Intangible Assets*.

Le FASB et l'IASB conduisent les seconde et troisième phases du projet de manière conjointe pour publier en 2008 une version révisée des normes FAS 141, FAS 142 et IFRS 3, après délibérations publiques de l'exposé-sondage commun *Exposure Draft, Business Combinations*, soumis en 2005 à consultation et commentaires des parties prenantes. Cette dernière phase du projet n'apporte pas de changements significatifs à la méthode d'acquisition ou au modèle comptable post-acquisition du *goodwill*. L'application de la méthode de l'acquisition sur certaines transactions, notamment les consolidations par paliers et les acquisitions partielles, est précisée. Du côté du référentiel américain, les changements sont tout de même plus conséquents, la révision des dispositions comptables rendant désormais obligatoire pour les regroupements d'entreprises la comptabilisation en tant qu'actifs incorporels des projets de recherche et développement en cours (*in-process research and development* ou IP R&D). En US GAAP, cet élément du regroupement d'entreprises, bien qu'identifié de manière séparée dans l'allocation du prix d'acquisition, est jusqu'alors immédiatement comptabilisé en charges lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises. Cette nouvelle disposition comptable constitue un changement conséquent pour le référentiel américain, ce dernier limitant de manière considérable les cas, restés somme toute rares, pour lesquels les dépenses de développement sont reconnues à l'actif du bilan. Les délibérations autour de l'exposé-sondage de 2005 incluent également des discussions autour de la définition d'une entreprise acquise, d'un regroupement d'entreprises, ainsi que l'évaluation à la juste valeur des actifs acquis et des passifs assumés.

Même si des différences existent dans l'application des normes IFRS et US GAAP relatives aux regroupements d'entreprises et au test de dépréciation du *goodwill*, les deux référentiels ont adopté la méthode de l'acquisition comme seule méthode permise pour la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises et de l'éventuel écart

d'acquisition qui en résulte⁸⁶. Quant au traitement post-acquisition du *goodwill*, ce dernier n'est plus amorti sur une période donnée mais est soumis à un test de dépréciation au moins annuel. L'un des principaux objectifs affichés par les organes normalisateurs est celui d'améliorer la pertinence de l'information fournie dans les états financiers, pour que l'allocation du prix d'acquisition puisse transcrire de manière fidèle la réalité économique de la transaction⁸⁷. Les composantes du prix d'acquisition étant mesurées et reportées à la juste valeur, les utilisateurs des états financiers peuvent en périodes subséquentes (soit post-acquisition) évaluer la performance économique attendue de cet investissement, puis mesurer les efforts d'intégration fournis par les dirigeants pour réaliser les synergies payées⁸⁸. Il est donc utile d'analyser les conditions dans lesquelles les modèles de comptabilisation du *goodwill* et du regroupement d'entreprises ont été repensés outre-Atlantique dès la fin de la décennie 1990.

Le FASB reprend en 1996 le projet de refonte des modèles de comptabilisation du *goodwill* et des regroupements d'entreprises principalement pour deux raisons : l'essor des transactions de fusions-acquisitions et le fait que deux transactions économiquement similaires peuvent alors être comptabilisées de manière radicalement différente⁸⁹. Non seulement les objectifs de pertinence et de comparabilité sont fragilisés, mais la neutralité

⁸⁶ La différence majeure réside avant tout dans les acquisitions partielles et la comptabilisation initiale d'intérêts non-contrôlants.

⁸⁷ “*The changes to accounting for business combinations required by this Statement improve financial reporting because the financial statements of entities that engage in business combinations will better reflect the underlying economics of those transactions.*” FAS 141 Summary – How the Changes in This Statement Improve Financial Reporting.

“*The changes included in this Statement will improve financial reporting because the financial statements of entities that acquire goodwill and other intangible assets will better reflect the underlying economics of those assets.*” FAS 142 Summary – How the Changes in This Statement Improve Financial Reporting.

“*The objective of this Statement is to improve the relevance, representational faithfulness, and comparability of the information that a reporting entity provides in its financial reports about a business combination and its effects.*” FAS 141R, par.1.

“*The objective of this IFRS is to improve the relevance, reliability and comparability of the information that a reporting entity provides in its financial statements about a business combination and its effects.*” IFRS 3R, par. 1.

⁸⁸ “*(...) financial statement users will be better able to understand the investments made in those assets and the subsequent performance of those investments. The enhanced disclosures about goodwill and intangible assets subsequent to their acquisition also will provide users with a better understanding of the expectations about and changes in those assets over time, thereby improving their ability to assess future profitability and cash flows.*” FAS 142 Summary – How the Changes in This Statement Improve Financial Reporting.

⁸⁹ FAS 141, par. B5-B7.

attendue des modèles comptables est remise en question : en effet, un avantage « concurrentiel » se crée sur le marché des fusions-acquisitions entre les sociétés qui remplissent les critères permettant l'application de la méthode de mise en commun d'intérêts, et celles qui, faute de ne pouvoir justifier de l'application de ces critères, doivent se résoudre à appliquer la méthode de l'acquisition. Ce manque de neutralité et de comparabilité se retrouve au niveau international, les différences de traitement comptable entre référentiels nationaux et internationaux créant un jeu inégal parmi acquéreurs et sociétés-cibles au cœur d'opérations transnationales. Lors des auditions publiques organisées en 2000 devant la commission spécifique du Sénat américain, une troisième raison est également avancée, implicite aux deux causes décrites précédemment : le volume croissant et le temps consacré par les organes de contrôle boursier, en l'occurrence, pour le marché américain, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), aux vérifications et enquêtes liées à l'application des critères permettant le traitement d'une transaction selon le modèle de la mise en commun d'intérêts⁹⁰.

1.2.1.1 Suppression de la méthode de mise en commun d'intérêts et suppression du modèle d'amortissement du goodwill en US GAAP : deux changements étroitement liés

Avant l'adoption des normes FAS 141 et FAS 142, les dispositions comptables américaines relatives aux regroupements d'entreprises reposent sur le texte de l'APB Opinion No. 16, *Business Combinations*, et l'APB Opinion No. 17, *Intangible Assets*, édictés en août 1970 par l'*Accounting Principles Board* (APB) de l'Institut américain des experts-comptables⁹¹. La publication de ces textes est concomitante à l'essor des opérations de fusions-acquisitions observé aux Etats-Unis dès le début de la décennie 1970. Les dispositions

⁹⁰ Cette cause est également évoquée en ces termes dans la norme FAS 141 : “*The volume of inquiries fielded by the staffs of the FASB and Securities and Exchange Commission (SEC) and the auditing profession was evidence of that tension.*” FAS 141, par. B7.

Lors des auditions de mars 2000 auprès du Sénat américain convoquées par le *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, les représentants politiques présents sont particulièrement critiques ; comme l'exprime le Sénateur Gramm, ceci ne constitue pas une raison suffisante au changement de modèle comptable : “*it seems to me that [it] is a very poor reason to be making accounting changes. The last thing on earth we want to do is to have this thing driven by a concern about a Government agency as to whether there is a demand on its people's time to make decisions.*” The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2002 (2 mars).

⁹¹ Notre traduction d'*American Institute of Certified Public Accountants* (“AICPA”).

comptables formulées dans l'APB Opinion No. 16 permettent deux approches lors de la comptabilisation initiale d'une acquisition d'entreprise : la méthode d'acquisition et la méthode de mise en commun d'intérêts. Il ne s'agit pas d'un choix de politique comptable ; la méthode de mise en commun d'intérêts n'est applicable que si douze conditions spécifiques sont remplies. Lorsque cette dernière est appliquée, les actifs acquis et les passifs assumés sont comptabilisés à leur valeur comptable et non à la juste valeur. De manière concomitante, l'APB Opinion No. 17 rend obligatoire l'amortissement des actifs incorporels acquis, *goodwill* inclus, sur une période d'amortissement ne pouvant excéder quarante ans.

Abandonné en 1981, le projet de refonte de ces dispositions est repris en 1996 avec la constitution d'un groupe de travail réunissant, aux côtés du FASB, les organes normalisateurs australien, néo-zélandais, britannique et l'IASC en tant qu'observateur (groupe de travail connu sous le nom du « Groupe des 4+1 »), dans le cadre d'une coopération internationale plus large. La première réunion de cette *task force* a lieu en février 1997, autour d'une revue de l'état des recherches académiques sur le sujet, avec l'objectif de déterminer le champ d'application, l'orientation et la manière dont le projet est conduit. Cette première réunion donne lieu à la publication en juin 1997 d'un premier rapport public (*The June 1997 FASB Special Report*) pour lequel 54 lettres de commentaires ont été reçues, exprimant l'accord des parties prenantes avec la direction prise par le groupe de travail dans la conduite du projet. En décembre 1998, un deuxième document, soumis à commentaires, est publié de manière conjointe par les membres du Groupe des 4+1. Ce document propose la suppression de la méthode de la mise en commun d'intérêts, rendant obligatoire la méthode d'acquisition comme seule méthode permise lors de la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises. Le groupe de travail a reçu 267 lettres de commentaires, dont 148 lettres pour le FASB et 35 pour l'IASC. La revue de ces réponses entérine la proposition d'une méthode unique de comptabilisation, incluant des changements dans la manière dont cette méthode est appliquée, notamment au niveau de la présentation du *goodwill* et des actifs incorporels acquis. Ces décisions sont formulées dans un exposé-sondage publié en septembre 1999 pour lequel le FASB a reçu 210 lettres de commentaires. Après avoir considéré une approche reposant sur une période

d'amortissement différenciée selon les éléments discernables composant le *goodwill*, l'exposé-sondage propose de conserver les dispositions d'amortissement d'APB Opinion No. 17 à l'exception de la durée maximale d'amortissement, qui est réduite à 20 ans.

Le FASB organise en février 2000 quatre jours d'audience publique pour débattre des propositions formulées dans l'exposé-sondage. Si les dispositions générales sont bien accueillies par la communauté de praticiens, les principaux désaccords et propositions de modifications ont pour objet l'amortissement du *goodwill*. Dans le cadre de ces délibérations, le FASB organise en octobre et novembre 2000 des visites *in situ* (*field visits*) auprès de quatorze entreprises. Peu après ces visites de terrain et plusieurs réunions de travail avec certaines firmes, le FASB décide de reconsidérer le modèle d'amortissement pour l'évaluation du *goodwill* en date d'arrêté, au profit du modèle de dépréciation. Une version révisée de l'exposé-sondage est publiée en février 2001 pour laquelle 211 lettres de commentaires ont été reçues. L'organe normalisateur américain entérine sa décision de séparer en deux dispositions distinctes la comptabilisation des regroupements d'entreprises et la comptabilisation du *goodwill*. Les normes FAS 141 et FAS 142 sont publiées de manière concomitante en juin 2001, l'une supprimant la méthode de mise en commun d'intérêts pour la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises, l'autre embrassant le modèle d'*impairment* pour la comptabilisation post-acquisition du *goodwill*. Quant à l'IASC, devenu IASB, il publie en décembre 2002 l'exposé-sondage ED 2 concernant la future norme IFRS 3, ainsi que les propositions d'amendements aux normes IAS 36 et IAS 38 traitant des dépréciations et des actifs incorporels. La nouvelle norme IFRS et les amendements aux normes existantes sont publiés en mars 2004.

L'évolution du processus de normalisation décrit ci-dessus peut être étudiée au travers des lettres de commentaires reçues par le FASB (Anantharaman, 2015). Cette étude analytique relève d'abord l'opposition de nombreux répondants à l'abolition de la méthode de la mise en commun d'intérêts, non sur des fondements théoriques solides, mais en insistant sur les conséquences défavorables que ce changement de politique comptable peut avoir sur la communauté financière et les opérations de fusions-acquisitions. Elle met aussi en lumière un élément important : la large différence d'opinions de vue quant au modèle comptable

applicable au *goodwill* post-acquisition (modèle d'*impairment* contre modèle d'amortissement) selon les groupes de répondants. Les firmes d'audit, par exemple, insistent dans leurs réponses sur le fait qu'une approche reposant exclusivement sur un test annuel d'*impairment* en lieu et place d'un amortissement systématique peut ne pas offrir un degré de fiabilité suffisant, fragilisant ainsi sa mise en pratique⁹². Sur l'ensemble des lettres de commentaires reçues, le modèle d'amortissement, associé à une approche visant à déprécier le *goodwill* en cas d'indicateurs de perte de valeur, reçoit plus de soutien que le modèle finalement retenu par le FASB. On observe donc que les décisions finales de l'organe normalisateur dépendent d'autres facteurs que les échanges institutionnalisés entre organe normalisateur et constituants et que les décisions finales peuvent ne pas refléter les opinions, même argumentées, des participants au processus ouvert de normalisation comptable (*due process*). Il est en outre important de rappeler que le modèle de dépréciation n'est pas la première approche retenue par l'organe normalisateur américain, puisque la version originale de l'exposé-sondage publiée en 1999 ne remet pas en question le modèle d'amortissement pour la comptabilisation post-acquisition du *goodwill*, tout en supprimant la mise en commun d'intérêts. La proposition, puis l'entérinement, du modèle d'*impairment* se font après les premières délibérations incluant non seulement la communauté financière mais aussi certains représentants des instances politiques américaines, en premier lieu desquelles le Sénat américain. Ces faits viennent appuyer l'opinion selon laquelle le modèle d'*impairment* est un compromis politique visant à atténuer les controverses autour de la suppression de la méthode de mise en commun d'intérêts (Hayn and Hughes, 2006).

Par un communiqué du 9 février 2000, le sénateur Phil Gramm, alors Président, au sein du Sénat américain, de la commission *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, évoque ses inquiétudes quant à la proposition du FASB de supprimer la méthode de la mise en commun d'intérêts. Il convoque alors une audition à laquelle participent tous les membres de la commission, dont Edmund Jenkins, alors Président du FASB, et plusieurs

⁹² *The European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), groupe consultatif pour l'information financière auprès de la Commission européenne, a émis les mêmes inquiétudes lors de la discussion de l'exposé-sondage relatif aux dispositions IFRS correspondantes (Petersen and Plenborg, 2010).

représentants du secteur privé. Ces derniers proviennent majoritairement du secteur *high tech*, alors en pleine expansion, et du secteur financier⁹³. Dans ce communiqué, le sénateur Gramm note que la méthode de mise en commun d'intérêts est un instrument important pour les entreprises américaines, particulièrement dans les secteurs technologiques et les services financiers alors que sa suppression pourrait se faire au détriment de l'économie américaine⁹⁴. Lors de l'audition tenue le 2 mars 2000, les défenseurs de la mise en commun d'intérêts interrogent le degré de pertinence de la méthode d'acquisition et du modèle d'amortissement appliqué au *goodwill*, ainsi que l'impact que les charges d'amortissement générées par les nouvelles dispositions comptables, si adoptées, auraient sur les performances financières des entreprises acheteuses. Pour présenter leurs arguments, les intervenants ont recours à des exemples parfois simples, mais tout à fait frappants. Ainsi Harvey Golub, alors Président Directeur Général d'American Express, propose l'exemple théorique suivant⁹⁵ : en 1999, American Express reportait un bénéfice de 2.5 milliards de dollars U.S., soit un taux de rentabilité des capitaux propres de 25% pour une capitalisation boursière d'environ 70 milliards de dollars U.S. Dans le cas théorique d'une fusion d'American Express avec une entreprise présentant les mêmes caractéristiques financières, la méthode d'acquisition, du fait des charges d'amortissement qu'elle suppose, engendrerait des pertes et une dégradation des indicateurs financiers de la firme, alors que la mise en commun d'intérêts continuerait de refléter une rentabilité des capitaux propres de 25%, en ligne avec la performance économique du nouveau groupe. Harvey Golub

⁹³ Les personnes invitées à témoigner et présentes lors de cette audition, aux côtés d'Edmund Jenkins en tant que représentant de l'organe normalisateur américain sont : Harvey Golub, Président Directeur Général d'American Express ; John Doerr, Associé au sein de la firme Kleiner Perkins Caufield and Byers ; Jim Barksdale, associé au sein du Groupe Barksdale ; Dennis Powell, Vice-Président en charge du *Controlling* au sein du Groupe Cisco Systems ; Robert Ryan, Directeur Financier de Medtronic ; Alain Hanover, Président Directeur Général d'Incert Software ; Kimberly Pinter, Directrice *Corporate Finance* et Politique fiscale au sein de l'association nationale des entreprises manufacturières ; Martin Regalia, chef économiste au sein de la Chambre de Commerce américaine. Communiqué de presse de la commission *Banking Committee* du Sénat américain, présidée par le sénateur Phil Gramm (28 février 2000). [Consulté le 24 août 2018 et le 21 avril 2024]. Disponible à l'adresse :

https://www.banking.senate.gov/themes/banking/press_archive/prel00/0228pol.htm

⁹⁴ “*Pooling accounting is an important tool for American businesses, particularly the high-tech and financial services industries (...) I have heard little demand for the proposed change in accounting rules, yet the impact could be very detrimental to the financial services industries and the technology companies on the cutting edge of the economy of our future*”. Communiqué de presse de la commission *Banking Committee* du Sénat américain, présidée par le sénateur Phil Gramm (28 février 2000). [Consulté le 24 août 2018 et le 21 avril 2024]. Disponible à l'adresse :

https://www.banking.senate.gov/themes/banking/press_archive/prel00/0228pol.htm

⁹⁵ The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.14.

interroge donc la pertinence des nouvelles dispositions comptables proposées dans l'exposé-sondage, arguant du fait que si les conditions économiques et de marché restent inchangées, les mesures comptables ne doivent pas se dégrader.

Un exemple similaire est présenté par John Doerr, alors associé au sein de la firme Kleiner Perkins Caufield & Byers, en utilisant la récente fusion entre AOL et Netscape, comptabilisée selon la mise en commun d'intérêts⁹⁶. Les arguments avancés par Kimberly Pinter, Directrice *Corporate Finance* et politique fiscale au sein de l'association américaine des entreprises manufacturières, sont plus en prise avec la réalité des transactions conclues outre-Atlantique. Selon elle, tous les regroupements d'entreprises ne sont pas des acquisitions. Ainsi, il n'est pas pertinent d'appliquer le même modèle de comptabilisation à une fusion (par laquelle le détenteur des actions de la société acquise reste actionnaire) et une acquisition (par laquelle l'actionnaire de la société acquise, dans l'hypothèse d'un paiement en liquidités et non en actions, n'est plus intéressé aux résultats du groupe nouvellement constitué)⁹⁷. Ses arguments rejoignent ceux de Jim Barksdale, qui, se qualifiant lui-même de *serial entrepreneur*, désire porter lors de cette audition le point de vue des petites et moyennes entreprises⁹⁸. Il voit en effet l'élimination de la mise en commun d'intérêts comme une menace aux possibilités de croissance et de financement des *start-ups* et jeunes pousses de la Nouvelle Economie. Selon lui, les fusions – transactions conclues sous la forme de mises en commun d'intérêts – ont plus de chance de réussir car elles retiennent le capital humain, intéressé au succès de la nouvelle entité, du fait du statut d'actionnaires des employés (pour les *start-ups*, les actionnaires fondateurs). Au contraire, les acquisitions d'entreprises s'avèrent être des échecs en

⁹⁶ The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.16.

⁹⁷ "(...) the NAM disagrees with the FASB's underlying premise that all business combinations are substantively the same. My personal observation as a nonaccountant is that it seems very odd to me that the term "M&A" would be standard jargon if "M's" and "A's" were exactly the same thing. Substantively, a transaction in which a shareholder remains a shareholder fundamentally differs from one in which the shareholder cashes out. The pooling method respects this continuity. (...) The FASB contends that by eliminating pooling, they will be aiding comparability of financial statements – making like things look alike. It is the NAM's position that not all transactions are alike, and that while like things should look alike, dissimilar things should look different." The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.25.

⁹⁸ The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.23.

causant la fuite du capital humain une fois que les actionnaires fondateurs ont vendu leurs parts dans l'entreprise.

Plusieurs contre-arguments peuvent cependant être avancés pour nuancer les conclusions des défenseurs de la mise en commun d'intérêts (et opposants à l'amortissement du *goodwill*) présents lors de l'audition du 2 mars 2000⁹⁹. L'exemple d'une fusion théorique d'American Express avec une entreprise « clone » ignore ainsi l'existence de synergies lors du regroupement d'entreprises, ce qui devrait justifier une hausse de la rentabilité économique. On pourrait également contester l'exemple choisi par John Doerr concernant le regroupement AOL-Time Warner, ce dernier devant s'avérer l'un des plus onéreux et destructeurs de valeur de l'histoire financière (Arango, 2010). En outre, en réponse aux intervenants qui font observer qu'une fusion et une acquisition sont deux transactions différentes, il faut rappeler qu'une fusion n'est rien d'autre qu'une acquisition pour laquelle tout ou partie du prix d'acquisition est dénoué en actions, ce qui, en termes de négociation, permet à l'acheteur de partager avec le vendeur le risque de non-réalisation de synergies futures (Rappaport and Sirower, 1999). En règle générale, les intervenants insistent sur l'impact négatif des charges d'amortissement sur les mesures de performance économique (compte de résultat), alors que l'amortissement, de nature non-monétaire, n'a aucun impact sur les flux de trésorerie et donc sur les modèles d'évaluation d'entreprise. Ces considérations ne devraient donc pas entrer en ligne de compte dans la conclusion des acquisitions ; et pourtant, la communauté financière semble attacher une importance particulière aux mesures de performance telles que le bénéfice par action¹⁰⁰. Quant aux défenseurs de la mise en commun d'intérêts pour les petites et moyennes entreprises, il est

⁹⁹ Deux sénateurs membres du Comité s'étonnent de l'absence à cette audition, aux côtés d'Edmund Jenkins, d'un panel d'intervenants visant à défendre la méthode d'acquisition. Ces deux sénateurs font remarquer que le Président du FASB n'intervient qu'en fin de séance, une fois que tous les opposants se sont exprimés. The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.7-9. Il s'agit du Sénateur Sarbanes, dont la Loi Sarbanes Oxley portera le nom en 2002 pour répondre aux défaillances en termes de contrôle interne et de gouvernance mises en évidence lors des faillites retentissantes d'Enron et de WorldCom, et du Sénateur Dodd qui portera en 2008 la loi Dodd Franck en réponse à la crise financière.

¹⁰⁰ Robert Ryan, Directeur Financier de Medtronic déclare : “*We all realize that the economics of the transactions are unaffected by the FASB's proposal. At Medtronic, we value transactions using projected cash flows, not earnings. However, we are all participants in the U.S. public capital markets (...) and Earnings Per Share really matters.*” The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.22.

important de relever que le *Private Company Council* (PCC) a retenu en 2014, lors des délibérations concernant les dispositions comptables spécifiques aux entités privées (sociétés non cotées), la méthode d'acquisition tout en permettant comme choix de politique comptable l'amortissement du *goodwill*¹⁰¹, ce qui infirme les positions prises par Jim Barksdale et Kimberly Pinter lors de cette audition.

Le débat tourne donc, lors de ces délibérations, autour de deux interrogations majeures : doit-on reconnaître au bilan de l'acquéreur tous les actifs incorporels acquis, y compris le *goodwill* à la date d'acquisition, ce qui suppose l'abandon de la mise en commun d'intérêts et l'application d'une méthode unique ? Comment mesurer, post-acquisition, ces actifs ? Les opposants au modèle d'amortissement butent sur l'idée d'un *goodwill* devant diminuer, post-acquisition, de manière systématique et linéaire, alors qu'au contraire, l'intégration de l'entreprise acquise doit générer des synergies visant à augmenter la valeur fondamentale du groupe nouvellement constitué. La valeur du *goodwill* post-acquisition est en effet avant tout liée au succès du regroupement et non à une durée. Ainsi le *goodwill*, lorsqu'il représente la part payée au vendeur de synergies à réaliser lors de l'intégration, devrait diminuer en fonction de la réalisation desdites synergies. Une augmentation du *goodwill* post-acquisition reviendrait cependant à tenir compte dans la valeur de l'actif du *goodwill* généré en interne, qui par définition n'est pas activable. Le débat s'inscrit enfin dans une problématique plus large interrogeant les modes de comptabilisation les plus pertinents pour évaluer des actifs incorporels dans une économie où les ressources-clés de modèles d'affaires innovants restent à inventer¹⁰². La situation semble d'autant plus critique au

¹⁰¹ Accounting Standard Update No. 2014-02, Intangibles – *Goodwill* and Other (Topic 350); Accounting for *Goodwill*, a consensus of the Private Company Council. L'amortissement du *goodwill* est quant à lui obligatoire en IFRS en application de la norme IFRS pour PME, paragraphes 22 et 23.

¹⁰² Ainsi Jim Barksdale déclare : “*The FASB has identified an important issue – the need to improve accounting for intangibles. While there is virtually uniform approach to valuing certain intangible assets such as cable systems and copyrights, consistent and well-tested valuation methods simply do not exist for many of the intangible assets that comprise today’s companies.*” The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.18.

Edmund Jenkins, Président du FASB, insiste également sur ce point lors de son témoignage auprès du *Subcommittee on Finance and Hazardous Materials of the Committee on Commerce*, le 4 mai 2000 : “*The Board is aware of, and the FASB staff is actively participating in and monitoring, various studies and research currently being planned or performed by various constituent groups that might be relevant to the accounting for intangible assets. In addition, the FASB staff is currently performing independent research in this area. The scope of our research involves determining whether changes in the US economy should*

début de la décennie 2000 qu'il n'existe pas encore à cette date une norme spécifique définissant la juste valeur¹⁰³. En conclusion, il faut retenir de cette audition que l'idée d'un *goodwill* non amortissable est avancée par le Président de la commission, le sénateur Gramm, comme un bon compromis dans l'hypothèse d'un abandon de la mise en commun d'intérêts au profit d'un modèle unique, à savoir la méthode d'acquisition¹⁰⁴.

Les exemples proposés lors de l'audition du 2 mars 2000 sont particulièrement parlants. Tous les intervenants s'opposant au changement comptable insistent sur le fait que la décision de supprimer la mise en commun d'intérêts aurait des conséquences défavorables sur les décisions économiques des entreprises ; ainsi Harvey Golub (American Express) affirme : « [le changement comptable] aura des conséquences non seulement sur la manière dont les transactions sont reportées, mais aussi sur la capacité et la volonté des entreprises de conclure des transactions de fusions-acquisitions¹⁰⁵. » En outre, Robert Ryan, alors Directeur financier de Medtronic, avance la donnée empirique suivante : en 1999, 70% des fusions-acquisitions conclues dans l'industrie *Medtech* ont été reportées en tant que mises en commun d'intérêts. Ce pourcentage, pour les autres secteurs économiques, s'établit à 21%, la différence s'expliquant essentiellement par le fait que les ressources-clés spécifiques aux entreprises *Medtech* sont principalement sans substance physique (capital intellectuel, projets de recherche et développement en cours), d'où une différence significative entre la capitalisation boursière de ces entreprises et leur valeur comptable.

result in changes in the type of information included in financial statements and the manner in which that information is presented and delivered to users. That research includes a review of the accounting treatment for intangible assets." FASB (2000).

Avec le recul historique nécessaire, il est frappant de constater que le traitement et l'évaluation comptables de certaines transactions considérées comme actifs incorporels ont été fortement controversés lors des faillites retentissantes d'Enron et WorldCom et l'écroulement de la bulle internet, faisant de cette crise économique une crise de l'information financière (Esposito-Cano, 2011).

¹⁰³ La norme US GAAP Financial Accounting Standard No. 157, *Fair Value Measurements* (FAS 157) – aujourd'hui codifiée ASC 820, est publiée en septembre 2006 pour une application au 1^{er} janvier 2008 ; la norme IFRS 13, *Fair Value Measurement*, est publiée en mai 2011 pour une application au 1^{er} janvier 2013.

¹⁰⁴ Dans son intervention en introduction de l'audition tenue le 2 mars 2000, le Président de la commission déclare : *"It seems to me that there should be a way when one company acquires another, to allow the company that is acquiring to take the purchase price and basically book whatever difference is between the real physical assets acquired and the purchase price as goodwill. And set up a systematic review process over time where that goodwill is evaluated, and if it diminishes, force them to write it off."* The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.3.

¹⁰⁵ Notre traduction. *"[the accounting change] will affect not just the reporting of transactions, but the ability and desire of businesses to initiate them."* The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p. 12.

Robert Ryan explique également que Medtronic n'aurait pas conclu certaines transactions sans le recours à la mise en commun d'intérêts, car l'amortissement du *goodwill* que suppose la méthode d'acquisition aurait pénalisé trop lourdement le résultat net de la société. Le dirigeant ajoute même que la société a engagé une augmentation de capital aux seules fins de pouvoir être éligible à l'application de la mise en commun d'intérêts¹⁰⁶. Cette observation révèle ainsi un élément important : dans une sphère réelle caractérisée par une dématérialisation des ressources-clés, la méthode d'acquisition permet de renforcer l'objectif de pertinence en alignant valeur fondamentale, valeur comptable et valeur de marché, par la comptabilisation au bilan de ces ressources, soit sous forme d'actifs incorporels identifiés séparément, soit sous forme de *goodwill*. Dans ce dernier cas, notamment lorsqu'une part importante du *goodwill* correspond à la main d'œuvre assemblée¹⁰⁷ (*assembled workforce*), la méthode d'acquisition offre l'opportunité, somme toute rare en comptabilité financière, de reconnaître à l'actif du bilan une part de la valeur de l'intelligence organisationnelle (Jubé, 2011). C'est à cause de l'impact qu'aurait la charge d'amortissement sur le compte de résultat que les parties interrogées refusent cette méthode.

Les critiques autour des dispositions comptables de l'APB Opinion No. 16 ne sont pas récentes ; à la fin des années 1960, son élimination est déjà envisagée¹⁰⁸. Lors d'une audience tenue le 4 mai 2000 auprès du *Subcommittee on Finance and Hazardous Materials of the Committee on Commerce* auprès du Sénat américain, le Président du FASB continue de défendre l'abolition de la mise en commun d'intérêts au profit d'une méthode unique

¹⁰⁶ Notre traduction. "In 1999 70% of the \$200 billion of mergers and acquisition transactions of the medical technology sector were poolings. This compares to 21% of transactions in all industries. The reason for this significant difference between technology companies and overall industry is the relative value of intellectual capital versus hard assets in the respective industry groups. (...) We would not have been able to complete some of these transactions using the purchase method, because the resulting goodwill amortization related to these transactions would have dramatically reduced our reported earnings per share. We felt so strongly about the potential negative impact of the significant purchase that we completed a \$700 million secondary stock offering for the sole purpose of allowing us to use pool accounting." The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p. 21.

¹⁰⁷ Les normes comptables IFRS et US GAAP définissent la main d'œuvre assemblée comme « un ensemble existant de salariés grâce auxquels l'acquéreur peut continuer d'exploiter une entreprise acquise à compter de la date d'acquisition ». IFRS 3R, par. B37 ; FAS 141R, par. A25.

¹⁰⁸ "[Opinion 16] seeks to patch up some of the abuses of pooling. The real abuse is pooling itself. On that, the only answer is to eliminate pooling." FASB (2000).

de comptabilisation, par l'application obligatoire de la méthode d'acquisition (FASB, 2000). La méthode de mise en commun d'intérêts, parce qu'elle se contente de reconnaître initialement au bilan la valeur nette comptable des actifs acquis et passifs assumés dans la mesure où ils ont été reconnus précédemment dans le bilan de la société acquise, ne reconnaît pas la valeur réelle de la transaction. Elle laisse donc hors-bilan la majeure partie des actifs – notamment incorporels – payés, dont l'écart d'acquisition. Ces actifs n'étant pas comptabilisés initialement, ils ne sont pas amortis sur les périodes ultérieures, ce qui enfle artificiellement les résultats reportés par l'entité nouvellement constituée. L'information fournie aux utilisateurs des états financiers est donc incomplète et ne reflète pas l'image fidèle de l'acquisition et de la performance économique post-acquisition. Les participants de marché ne disposent pas d'une information pertinente et utile pour leurs décisions d'investissement. Cette situation crée un manque de comparabilité, une même transaction pouvant suivre une comptabilisation radicalement différente d'une société à l'autre, d'une juridiction à une autre (l'application de la méthode de mise en commun d'intérêts étant beaucoup plus limitée, notamment en application du référentiel international, dans d'autres pays que les Etats-Unis). Cette situation engendre donc des inefficiences de marché. En outre, l'interprétation et l'application des critères permettant l'application de la méthode de mise en commun d'intérêts s'avèrent coûteuses, notamment en frais de conseil, d'audit et de certification. La méthode de mise en commun d'intérêts est également accusée de générer des surprises ; les sociétés acheteuses, parce qu'elles ne font pas refléter dans les états financiers le coût total de la transaction, ne sont pas incitées à faire preuve de discipline lors de la négociation du prix d'acquisition.

Le Président du FASB, Edmund Jenkins, ne remet pas alors en cause le modèle d'amortissement pour l'évaluation post-acquisition du *goodwill*. Il réitère en effet la proposition formulée par le FASB dans son exposé-sondage d'un amortissement linéaire sur une période maximale ramenée de 40 ans, en application de l'APB Opinion No. 17, à 20 ans. La charge d'amortissement du *goodwill* serait reportée en lecture directe dans les états financiers, et ce sur une ligne spécifique du compte de résultat, précédée d'un sous-total afin d'assurer un degré de transparence accru pour les utilisateurs des états financiers. Edmund Jenkins admet cependant que certains actifs incorporels peuvent avoir une durée

d'amortissement non déterminée. Dans ce cas, l'amortissement n'est alors pas envisageable, tant que la durée d'amortissement reste indéfinie.

En résumé, les changements proposés dans l'exposé-sondage visant à supprimer la méthode de mise en commun d'intérêts pour rendre obligatoire la méthode d'acquisition, tout en ramenant l'amortissement post-acquisition du *goodwill* à une durée maximale de 20 ans, ont pour objectif une pertinence et une comparabilité des états financiers accrues. Ces modifications doivent aussi accroître l'image fidèle, dans leur représentation comptable, des opérations de fusions-acquisitions, contribuant ainsi à une allocation plus efficiente des ressources financières sur les marchés de capitaux et contribuant à renforcer la relation agent-principal entre équipes dirigeantes et investisseurs en vue d'une meilleure gouvernance actionnariale¹⁰⁹.

Les auditions publiques devant le Sénat américain se poursuivent durant le premier semestre 2000. Le 14 juin 2000, le Président du FASB participe à une table-ronde organisée devant la même commission que celle réunie par le sénateur Gramm en mars 2000. L'ordre du jour de la réunion est recentré sur l'amortissement du *goodwill* (*The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, June 2000). Dans son intervention, le sénateur Gramm reconnaît l'objectif d'un plus haut degré de pertinence fourni par la méthode d'acquisition par rapport à la mise en commun d'intérêts, et par conséquent, de la possible abolition de cette dernière. Cependant, l'amortissement systématique du *goodwill* sur une période donnée lui semble toujours une approche arbitraire, pouvant annuler les effets positifs du changement de modèle pour la comptabilisation initiale des regroupements d'entreprises. On entrevoit ici les premiers contours de ce qui se confirme plus tard comme l'application du modèle actuariel (Ding *et al.*, 2008)¹¹⁰. Le 31 mai 2000, l'organe

¹⁰⁹ Le témoignage d'Edmund Jenkins reprend l'opinion exprimée par la firme McKinsey : “*The fear that purchase accounting, by lowering reported earnings, will destroy shareholder value is a myth. In fact, the opposite is true. Efforts to qualify for such treatment actually destroy value. FASB’s proposal to eliminate pooling accounting is a blessing in disguise. Why? Because the transition to purchase accounting will require corporations to adopt more robust deal evaluation processes and enhance their shareholder communications.*” FASB (2000).

¹¹⁰ Déclaration du sénateur Gramm lors de la table-ronde tenue le 14 juin 2000 : “*The question then becomes, are the problems created by arbitrarily writing down goodwill sufficient to override the benefits*

normalisateur américain avait réuni les représentants de la communauté financière afin de discuter de leur proposition d'une méthode alternative à l'amortissement post-acquisition consistant à revoir le *goodwill* pour dépréciation en lieu et place d'un amortissement systématique annuel. Participent à cette réunion des représentants de Morgan Stanley, Goldman Sachs, Deloitte and Touche, PricewaterhouseCoopers, Arthur Andersen ainsi que l'Université Columbia (Ramanna, 2008). Le FASB s'engage en date du 30 août 2000 à entreprendre des visites de terrain qui se déroulent entre octobre et novembre 2000 (FASB, 2000). Une autre rencontre se tient le 29 septembre 2000, réunissant cette fois des représentants de l'*American Business Conference*, l'entreprise Cisco Systems, la banque Merrill Lynch ainsi que les sociétés Technet et UPS (Ramanna, 2008). Durant les mois d'octobre et novembre 2000, des visites de terrain sont organisées auprès de quatorze sociétés afin d'explorer cette nouvelle voie (FASB, 2000). L'approche d'un modèle actuariel se confirme : un test de dépréciation en date d'arrêté annuel ou en cas d'indicateurs de pertes de valeur sur *goodwill*. Le test repose sur une analyse de la juste valeur du ou des segments de *reporting* auxquels l'écart d'acquisition est alloué, la juste

in approximating reality that we get from purchase accounting? Is there a way you can develop some approximation that would allow you to assess periodically the value of goodwill and determine whether or not it's being preserved, whether or not it's declining, whether or not it's actually rising in value? (...) Is there a way you can develop a rule of thumb that would allow you to evaluate goodwill periodically and determine whether it's declining, in which case you write it down (...)?" The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (14 juin).

Ce point contredit les affirmations répétées du FASB selon lesquelles l'organe normalisateur est à l'origine de cette nouvelle approche. Ainsi, en introduction du *Summary Report on the FASB Goodwill Field Visits (October – November 2000)*, il est précisé : *"Based on Board member input, the FASB staff developed a general goodwill impairment approach for the Board's consideration."* (FASB, 2000). Or, la possibilité d'un modèle alternatif à l'amortissement systématique du *goodwill* a été présentée dès le début des délibérations de la commission du Sénat, le 2 mars 2000 :

"Senator Gramm: It seems to me that if you could come up with a periodic evaluation and force goodwill to be written down when it is being used up then you could get the advantage of putting it on the books without the disadvantage of assuming that it has to be written off, when, in fact, it could be growing. That is why I suggest that."

Mr. Jenkins: We will carefully consider that approach as a part of our redeliberation. It is one of the options that has surfaced elsewhere and we will carefully consider it." The Senate Committee of Banking, Housing and Urban Affairs, 2000 (mars). p.32.

De même, deux membres du FASB, L. Todd Johnson et Kimberley R. Petrone, elle-même responsable du projet, affirment dans un article du 29 décembre 2000 que le changement de point de vue du FASB avait été permis par certains participants de marché qui ont suggéré des dispositions spécifiques quant au modèle de dépréciation du *goodwill*, ainsi que par les participants aux visites de terrain : *"The changes in those views were facilitated by certain constituents that offered specific suggestions about how goodwill might be reviewed for impairment and by those that participated in field visits exploring how those reviews might work. With their assistance, Board members gained the insights necessary to overcome those barriers."* Johnson and Petrone (2000). p. 1.

valeur pouvant reposer sur une analyse de flux de trésorerie actualisés ou des données observables de marché¹¹¹.

Le modèle de dépréciation alors en discussion peut se résumer selon les étapes suivantes : 1- le *goodwill* est initialement alloué sur les unités de *reporting* (*business reporting units*, correspondant en règle générale à un segment sectoriel ou un niveau en-dessous du segment) sur la base d'estimations de juste valeur quant à la réalisation dudit *goodwill* sur ces différentes unités de *reporting* ; 2- le *goodwill* post-acquisition est testé pour dépréciation au niveau de chacune de ces unités de *reporting* ; 3- la juste valeur de l'unité de *reporting* est comparée à la juste valeur des actifs hors *goodwill* et nets des passifs assumés; la différence entre ces deux grandeurs correspond au *goodwill* implicite ; 4- Il y a perte de valeur à reconnaître immédiatement en compte de résultat si la juste valeur du *goodwill* implicite est inférieure à la valeur comptable du *goodwill* à la date du test de dépréciation.

Cette revue historique des conditions dans lesquelles l'organe normalisateur américain a conduit le projet de refonte des modèles comptables pour regroupements d'entreprises montre combien comptabilisation initiale à la date d'acquisition et évaluation post-acquisition du *goodwill* sont étroitement liées : c'est parce que la méthode de mise en commun d'intérêts a été supprimée que le modèle comptable post-acquisition du *goodwill* a évolué du modèle d'amortissement au modèle d'*impairment*. Ramanna (2008) suggère que le modèle retenu dans la norme FAS 142 résulte de la pression politique subie par le FASB contre l'abandon de la mise en commun d'intérêts, puis, une fois la mise en commun d'intérêts interdite, pour la défense d'un modèle de dépréciation, au risque de permettre un comportement opportuniste de la part des dirigeants, étant donné les estimations et données non vérifiables de juste valeur utilisées dans un tel modèle¹¹².

¹¹¹ En l'absence, en 2000, de norme spécifique définissant la mesure de la juste valeur, le FASB fait référence à la définition fournie dans le Cadre Conceptuel (FASB Concepts Statement No. 7, *Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*). FASB, 2000 (novembre).

¹¹² Skinner (2008) cherche à nuancer les conclusions de Ramanna (2008) et avance une explication plus triviale : les décideurs politiques, dans leur évaluation des normes comptables, sont privés d'une approche empirique plus large et se voient donc obligés de procéder le plus souvent au cas par cas.

Les visites de terrain ont été porteuses d'enseignements pour les membres du FASB (FASB, 2000). A cette occasion, ces derniers prennent conscience que le *goodwill* représente dans la majorité des cas les synergies payées et attendues lors de l'intégration de l'entreprise acquise dans le modèle d'affaires de l'acquéreur (Johnson and Petrone, 2000). Ainsi, les entreprises ayant participé, et ce de manière volontaire, à ces visites affirment avoir les plus grandes difficultés à isoler en termes de *reporting* une acquisition après une à deux années d'intégration, à la suite des effets d'absorption / assimilation du modèle d'affaires. Le niveau auquel le *goodwill* est testé pour *impairment* est donc critique : s'il est trop bas, l'effet de ruissellement des synergies réalisées, entre l'entreprise acquise et les autres composantes de l'unité de *reporting*, n'est pas pris en compte ; s'il est trop élevé, la juste valeur de l'unité de *reporting* prend en compte l'effet positif d'autres éléments du modèle d'affaires, dont par exemple le *goodwill* généré en interne, cachant ainsi une potentielle dépréciation. En outre, les dirigeants interrogés doutent de leur capacité à obtenir la juste valeur tant de l'unité de *reporting* dans sa totalité que celle de l'actif net, hors *goodwill*, composant cette unité de *reporting* ; ils sont particulièrement inquiets quant au coût et aux efforts que suppose l'obtention d'une évaluation de la juste valeur pour chaque actif inclus dans l'unité de *reporting*. Enfin, il semble y avoir confusion quant à la signification du terme *fair value* (juste valeur) ; pour le FASB, le terme renvoie en premier lieu à un prix de marché du point de vue du vendeur, alors que pour les entreprises interrogées, elle s'apparente plus à une valeur d'utilité approximée de manière fiable par l'application d'un modèle de flux de trésorerie actualisés (DCF). Cette ambiguïté ne se pose pas pour le modèle IFRS puisque la norme IAS 36 distingue bien les deux notions, la valeur recouvrable d'une unité génératrice de trésorerie correspondant au montant le plus élevé entre la juste valeur moins coûts de vente (la valeur comptable est recouvrée via une transaction de vente) et la valeur d'utilité (la valeur comptable est recouvrée via le contrôle et l'utilisation des actifs composant l'unité génératrice de trésorerie, y compris la réalisation de synergies).

1.2.1.2 Conditions idéales de reporting et juste valeur

La définition de la juste valeur est donc implicitement au cœur des discussions autour du modèle d'*impairment* et son application dans l'évaluation post-acquisition du *goodwill*.

L'exercice est d'autant plus ardu qu'à l'époque, aucune norme ne fournit des dispositions spécifiques à une telle mesure. La norme FAS 142 marque la première référence majeure à la juste valeur – instruments financiers exclus – pour le référentiel américain (Zhang and Zhang, 2017). Faire référence exclusivement à la capitalisation boursière ne semble pas applicable en raison de la volatilité que cette dernière comporte. Le test d'*impairment* ne peut non plus reposer exclusivement sur une mesure utilisant des données spécifiques à l'entreprise car ceci laisserait une flexibilité trop grande aux entreprises, accroissant le risque d'un comportement opportuniste visant à éviter la comptabilisation de pertes de valeur.

L'approche positiviste consiste à émettre des dispositions comptables créant, alimentant et contribuant à une information publique objective, en dehors de toute considération subjective ou de biais surgis de transactions particulières (Sloan, 1999 ; Aboody *et al.*, 2000 ; Kothari *et al.*, 2010 ; Lawrence *et al.*, 2013). Les opérations de fusions-acquisitions constituent pourtant des transactions bipartites au cœur desquelles information privée et information non-exhaustive, malgré l'exercice obligé de *due diligence*, prévalent. En dépit de ces limites, l'allocation du prix d'acquisition se fait à la juste valeur (juste valeur des composantes du prix, juste valeur des actifs acquis et juste valeur des passifs assumés), la juste valeur se définissant depuis 2006 en US GAAP, depuis 2011 en IFRS, comme « le prix auquel une transaction normale visant la vente d'un actif ou le transfert d'un passif serait conclue entre des participants de marché à la date d'évaluation dans les conditions actuelles du marché (c'est-à-dire une valeur de sortie à la date d'évaluation, du point de vue d'un participant de marché qui détient l'actif ou doit le passif) »¹¹³. Vendeur et acquéreur sont tous deux définis comme des participants de marché et l'on s'attend à ce

¹¹³ « La juste valeur est une mesure fondée sur le marché et non une mesure spécifique à l'entité. Pour certains actifs et certains passifs, il existe des transactions observables sur le marché ou des informations de marché. Pour d'autres, il n'en existe pas. Toutefois, dans les deux cas, l'évaluation de la juste valeur vise le même objectif: estimer le prix auquel une transaction normale visant la vente d'un actif ou le transfert d'un passif serait conclue entre des participants de marché à la date d'évaluation dans les conditions actuelles du marché (c'est-à-dire une valeur de sortie à la date d'évaluation, du point de vue d'un participant de marché qui détient l'actif ou doit le passif). » Norme IFRS 13, *Evaluation de la juste valeur*, norme traduite en français, publiée dans le Règlement de l'Union Européenne No. 1255/2012, article 2, page L360/87. Disponible à l'adresse : <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:360:0078:0144:FR:PDF>. La même définition est fournie en US GAAP (ASC 820).

qu'ils évaluent l'entreprise cédée / acquise sur la base du marché principal (ou le plus avantageux), à savoir le marché présentant le plus gros volume de transactions et le niveau d'activité le plus élevé. A l'exception des sociétés cotées (le marché-actions), un tel marché n'est pas disponible pour tous les regroupements d'entreprises. C'est la raison pour laquelle la plupart des allocations de prix d'acquisition, en application de la méthode d'acquisition, reposent sur une hiérarchie d'évaluation à la juste valeur de niveau 3. Selon la norme IFRS 13 et son pendant US GAAP, une mesure à la juste valeur de niveau 3 reste une référence à un prix de marché, mais un prix pour un marché modélisé, soit un marché qui n'est pas observable (soit il n'existe pas, soit il est momentanément non liquide). L'exercice correspondrait donc plus à l'expérience d'un Robinson sur une île isolée qu'à celle d'un participant de marché agissant sur un marché atomisé où un large volume de transactions et d'information publique est disponible. Le préparateur des états financiers – dans le cas présent, l'acquéreur – doit reposer son jugement sur des hypothèses de marché en se définissant lui-même comme participant de marché¹¹⁴.

Les référentiels IFRS et US GAAP définissent les participants de marché comme des « acheteurs et vendeurs sur le marché principal ou le plus avantageux pour l'actif ou le passif, avec les caractéristiques suivantes :

- (a) Ils sont indépendants les uns des autres ;
- (b) Ils ont un niveau d'information suffisant, un niveau de compréhension raisonnable de l'actif ou du passif et de la transaction en faisant bon usage de toute l'information disponible, y compris l'information qui peut être obtenue au moyen de procédures usuelles dans le cadre d'un contrôle diligent ;
- (c) Ils sont en capacité de conclure la transaction pour l'actif ou le passif ;

¹¹⁴ « En l'absence de prix observable pour un actif ou un passif identique, l'entité détermine la juste valeur à l'aide d'une autre technique d'évaluation qui maximise l'utilisation des données observables pertinentes et minimise celle des données non observables. La juste valeur étant une mesure fondée sur le marché, elle est déterminée à l'aide des hypothèses que les participants de marché utiliseraient pour fixer le prix de l'actif ou du passif, y compris les hypothèses sur les risques. » Norme IFRS 13, *Évaluation de la juste valeur*, norme traduite en français, publiée dans le Règlement de l'Union Européenne No. 1255/2012, article 3, page L360/87. Disponible à l'adresse : <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:360:0078:0144:FR:PDF>.

(d) Ils désirent conclure cette transaction, c'est à dire qu'ils ont un motif de le faire, n'y étant ni contraints, ni forcés »¹¹⁵.

A première vue, cette définition sied bien à l'acquéreur et au vendeur d'un regroupement d'entreprises. En effet, la définition renvoie à la notion de *due diligence* (condition (b)), étape obligée de toute transaction M&A. Les conditions (a), (c) et (d) sont somme toute assez simples à remplir en conditions de marché. Les deux parties poursuivant des objectifs contraires (l'une désirant acquérir, l'autre céder), on les suppose libres et consentantes dans une transaction conclue de manière indépendante. La condition (b) est plus critique car elle fait référence à un niveau d'information suffisant et un niveau de compréhension raisonnable, et non à une connaissance parfaite. Les dispositions comptables admettent donc implicitement que « toute l'information disponible » n'est pas un niveau parfait d'information. Les mentions en annexe rendues obligatoires par les normes sur les regroupements d'entreprises et la mesure de la juste valeur multiplient les informations rendues disponibles pour les participants de marché afin de tendre vers des conditions idéales de *reporting*. Cependant, tant l'IASB comme le FASB n'ont pas souhaité inclure des dispositions particulières concernant les regroupements d'entreprises ayant entraîné un surpris. Bien que ces organes normalisateurs admettent l'existence de telles transactions, ils concluent que ces situations sont difficilement détectables puisque l'acquéreur n'a ni l'obligation ni la volonté de surpayer l'acquisition (condition (d) ci-dessus remplie). Dans le cas où un doute de surpris existe, il serait difficile, voire impossible, de le déterminer¹¹⁶. Ceci constitue donc une première évidence d'un modèle comptable qui ne transcrit pas de manière aussi efficiente qu'attendu les fondements économiques de la transaction : des

¹¹⁵ IFRS 3, Annexe A, Participant de marché – Définition. ASC 820 fournit une définition similaire pour le référentiel américain.

¹¹⁶ “The Boards considered whether this Statement should include special provisions to account for a business combination in which a buyer overpays for its interest in the acquiree. The Boards acknowledged that overpayments are possible and, in concept, an overpayment should lead to the acquirer’s recognition of an expense (or loss) in the period of the acquisition. However, the Boards believe that in practice any overpayment is unlikely to be detectable or known at the acquisition date. That is, the Boards are not aware of instances in which a buyer knowingly overpays or is compelled to overpay a seller to acquire a business. Even if an acquirer thinks it might have overpaid in some sense, the amount of overpayment would be difficult, if not impossible, to quantify. Thus, the Boards concluded that in practice it is not possible to identify and reliably measure an overpayment at the acquisition date. Accounting for overpayments is best addressed through subsequent impairment testing when evidence of a potential overpayment first arises.” FAS 141R, par. B382.

acquisitions onéreuses sont conclues (Lys, 2012 ; Olante, 2013). Dans ce cas, une part de l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition ne répond pas à la définition d'un actif et devrait donc être immédiatement reconnu en charges de l'exercice. Malgré ce constat, les normes comptables ne comportent pas de dispositions particulières pour définir ces cas¹¹⁷.

Les visites de terrain réalisées entre octobre et novembre 2000 semblent donc mettre en évidence une ambiguïté dans le modèle US GAAP quant à l'emploi du terme *juste valeur*, entendu par les membres du FASB comme un prix déterminé par des participants de marché (prix selon le vendeur) et par les entreprises interrogées comme une valeur d'utilité. En l'absence, alors, d'une norme spécifique, le FASB renvoie à la définition du FASB Concepts Statement No. 7, *Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements* (« CON 7 »), publié en février 2000. Les dispositions CON 7 font en effet clairement la différence entre *fair value* et *value in use*¹¹⁸. Or le FASB entend ancrer le modèle d'*impairment* sur une mesure à la juste valeur tant de l'unité de *reporting* à laquelle le *goodwill* est alloué que des actifs nets qui la composent. Il fait pour cela référence au paragraphe 38 de CON 7, précisant que la juste valeur n'exclut pas l'utilisation d'hypothèses et d'estimés propres à l'entreprise, dès lors que ces derniers sont compatibles avec les hypothèses que formulerait un participant de marché¹¹⁹. Cette ambiguïté est ouvertement relevée lors de la réunion du FASB tenue le 15 novembre 2000¹²⁰.

¹¹⁷ Pour une revue détaillée de la littérature traitant des éventuels surpris et acquisitions onéreuses, nous renvoyons le lecteur à l'état de la recherche présenté en Section 2 du Chapitre I.

¹¹⁸ "a. Fair value [uses] the estimates and expectations that marketplace participants would apply in determining the amount at which that asset (or liability) could be bought (or incurred) or sold (or settled) in a current transaction between willing parties.

b. Value-in-use and entity-specific measurements attempt to capture the value of an asset or liability in the context of a particular entity. (...) However, the measurement substitutes the entity's assumptions for those that market participants would make." CON 7, par. 24.

¹¹⁹ FASB, 2000. p. 3, note 1.

¹²⁰ "Mr. Trott stated that he believes that many of the field visit companies interpret the term fair value different than the Board originally intended. He stated that many are discounting cash flows at their hurdle rate and calling that number a fair value calculation. He stated that he does not believe that that number represents fair value but is closer to a value-in-use number. (...) Mr. Crooch stated that he still believes using a discounted cash flow model with the company hurdle rate is closer to a value-in-use model; fair value is viewed from the seller's position, while value-in-use includes synergies of the company. Ms. Petrone stated that much of what is encompassed in goodwill is the company's expected synergies." FASB, 2000. p. 4.

La version finale des dispositions comptables US GAAP clarifie ce point. Dès la publication, en février 2001, d'une version révisée de l'exposé-sondage de 1999 (ED No. 201-R), le FASB précise que le modèle doit reposer sur une mesure de la juste valeur. Ainsi, le paragraphe 20 de l'ED No. 201-R reprend la définition alors en vigueur : la juste valeur est le montant auquel un actif (ou passif) peut être acheté (encouru) ou vendu (éteint) dans une transaction courante entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale. Le paragraphe 20 précise que les données observables de marché sont la meilleure mesure de la juste valeur. Le paragraphe 21 décrit les méthodes d'évaluation envisageables en l'absence de données observables sur un marché actif, tels que les prix de marché pour des actifs ou passifs similaires, ou les techniques d'évaluation¹²¹. Ce même paragraphe fournit des exemples de ces méthodes d'évaluation (dont le modèle DCF). Il est surtout précisé que ces hypothèses doivent se formuler du point de vue d'un participant de marché. C'est seulement si cette information n'est pas disponible que des postulats spécifiques à l'entreprise sont utilisés. L'exposé-sondage ED No. 201-R stipule également l'importance des synergies dans la détermination de la juste valeur d'une unité de *reporting*, ce qui suppose que la capitalisation boursière de cette dernière, si elle est disponible, ne peut correspondre dans son intégralité à la juste valeur¹²².

Dans le cas théorique d'un marché parfait, les deux notions seraient équivalentes. En effet, dans un marché efficient sur lequel l'information circule de manière parfaite, les synergies attendues du regroupement d'entreprises sont incluses dans le prix d'acquisition, et les synergies réalisées post-acquisition sont connues des participants de marché. Ces informations peuvent être incluses dans le prix de marché, ce dernier pouvant être approximé de manière fiable au travers d'un modèle de flux de trésorerie actualisés. En

¹²¹ On reconnaît ici les niveaux 2 et 3 qui seront définis plus tard dans la norme FAS 157, *Fair Value Measurements* (devenue ASC 820), et la norme IFRS 13.

¹²² “Many entities believe that substantial value arises from the ability to take advantage of synergies and other benefits that flow from control over another entity. Consequently, measuring the fair value of a collection of assets and liabilities that operate together in a controlled entity is different from measuring the fair value of that entity’s individual equity securities. An acquiring entity often is willing to pay more for shares that give it a controlling interest than an investor would pay for a nominal number of shares. That control premium may cause the fair value of a reporting unit to exceed its market capitalization.” ED No. 201-R, par. 23, note 10.

d'autres termes, il n'existe pas en conditions idéales de marché d'information privée (*inside information*) quant aux synergies attendues et non payées, aux synergies payées et effectivement réalisées ou, au contraire, aux synergies payées et finalement non réalisables. Dans ce cas théorique, la valeur de marché correspond à la valeur fondamentale du regroupement d'entreprises.

Dans les faits, le montant des synergies payées résulte de la négociation, entre acheteur et vendeur, du prix d'acquisition durant la phase de négociation, du degré de fiabilité des prévisions utilisées lors du processus de *due diligence* et intégrées dans l'évaluation de l'entreprise-cible, ainsi que du degré de confiance de l'acheteur dans la réalisation de synergies lors de la phase d'intégration. Il existe donc bien en conditions réelles une différence majeure entre information interne (exercice budgétaire, suivi des progrès de l'intégration, analyses des performances) et information publique, cette dernière n'intégrant pas des informations spécifiques à l'entreprise qui ne font pas l'objet de mentions obligatoires en annexe. Lors de la réunion du 15 novembre 2000, le Président du FASB en est tout à fait conscient, puisqu'il déclare qu'il faudrait exiger à chaque entreprise qu'elle documente les raisons l'ayant conduite à payer le prix d'acquisition, et ses attentes vis-à-vis des futures performances du regroupement d'entreprises, pour que les investisseurs soient en mesure de comparer ces perspectives lors de l'acquisition, avec la performance réelle post-acquisition (FASB, 2000). Ceci est repris dans la version finale de la norme : « Les membres du *Board* notent que les entreprises utiliseront certainement pour mesurer la juste valeur de l'unité de *reporting* une technique d'évaluation similaire à celle utilisée au moment de l'acquisition. Par exemple, si le prix d'acquisition a été déterminé selon un modèle DCF, ce même modèle et les hypothèses y afférentes seront utilisés pour mesurer la juste valeur de l'unité de *reporting*. »¹²³ Dix-huit ans plus tard, le rapport sur les fusions-acquisitions publié par la firme Boston Consulting Group appelle au même constat : les sociétés acheteuses doivent communiquer lors de l'annonce de la transaction leurs estimations quant aux synergies attendues, détaillant la nature et le montant desdites

¹²³ Notre traduction. "Board members noted that a valuation technique similar to that used to value the acquisition would most likely be used by the entity to determine the fair value of the reporting unit. For example, if the purchase price were based on an expected cash flow model, that cash flow model and related assumptions would be used to measure the fair value of the reporting unit." FAS 142, par. B155.

synergies, les coûts induits et les délais de réalisation (Hengelbech *et al.*, 2018). Il ne faut cependant pas perdre de vue que ces données spécifiques à l'entreprise doivent être utilisées du point de vue du participant de marché. La difficulté est donc de déterminer dans quelle mesure ce dernier dispose du même niveau d'information que le préparateur des états financiers et dans quelle mesure ces hypothèses sont vérifiables.

En d'autres termes, en conditions idéales de *reporting* et avec une parfaite et complète circulation de l'information, les éléments de mesure de la juste valeur seraient tous réputés vérifiables : la notion d'*unverifiable fair value accounting*, ainsi que le comportement opportuniste des préparateurs des états financiers (Kanodia *et al.*, 2005 ; Ramanna, 2008 ; Chen *et al.*, 2020), n'existeraient pas. Au-delà de cette problématique, la question qui se pose est de s'assurer du degré d'équivalence entre les modèles d'évaluation utilisés par les investisseurs dans leurs décisions économiques et ceux utilisés par les préparateurs des états financiers lors de l'évaluation à la juste valeur, tant lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises que dans le test de dépréciation dont le *goodwill* post-acquisition fait l'objet.

C'est sur cette base que les dispositions finales relatives aux regroupements d'entreprises sont publiées en 2001 pour le référentiel américain et en 2004 pour le référentiel international.

1.2.2 Normes comptables publiées en 2001 (US GAAP) et en 2004 (IFRS)

La version finale des nouvelles normes US GAAP relatives à la comptabilisation d'un regroupement d'entreprises (FAS 141) et l'évaluation en date d'arrêté du *goodwill* y afférent (FAS 142) est publiée en juin 2001. La mise en commun d'intérêts est interdite, tout comme l'amortissement du *goodwill*, jugé non compatible avec le principe d'image fidèle (*representational faithfulness*) alors défini dans le Cadre Conceptuel. L'écart d'acquisition doit faire l'objet d'un test de dépréciation, et ce sur base annuelle, en l'absence d'indicateurs mettant en évidence une perte de valeur qui justifieraient des tests plus fréquents. Le test se conduit en deux étapes : la première consiste à déterminer la juste valeur de l'unité de *reporting* à laquelle le *goodwill* a été alloué pour la comparer à sa

valeur comptable, *goodwill* inclus. Si cette dernière est supérieure à la juste valeur de l'unité de *reporting*, la deuxième étape doit conduire à déterminer le montant de la perte de valeur à reconnaître sur le *goodwill*. Pour ce faire, la juste valeur implicite du *goodwill* doit être déterminée, en procédant à une allocation de la juste valeur de l'unité de *reporting* sur chacun des actifs et passifs la composant ; le *goodwill* constitue ainsi l'élément résiduel implicite dans cette allocation réalisée en date du test de dépréciation. L'approche est ainsi comparable à celle suivie pour la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises pour lequel le prix payé serait la juste valeur de l'unité de *reporting*. Si la valeur comptable du *goodwill* est supérieure à sa juste valeur implicite, une perte de valeur, considérée comme permanente, est comptabilisée afin de ramener la valeur comptable du *goodwill* à sa juste valeur implicite¹²⁴. L'organe normalisateur américain renvoie alors aux dispositions du Concepts Statement 7 (CON 7) pour définir la juste valeur¹²⁵. La norme précise que des valeurs boursières ou des multiples de marché sont utiles dans la détermination de la juste valeur lors d'un test d'*impairment*, mais ces données observables de marché, prises isolément, ne sont pas suffisantes pour conforter les mesures de juste valeur nécessaires au test de dépréciation. La norme ne précise pas cependant que, dans l'hypothèse de l'utilisation d'un modèle DCF, la juste valeur ne doit pas représenter la valeur d'utilité – c'est-à-dire prendre en considération l'intégralité des synergies attendues lors de l'intégration de l'entreprise acquise ; elle se contente de stipuler que les estimations de flux de trésorerie doivent incorporer les hypothèses que formuleraient les participants de marché¹²⁶. La question déjà soulevée par les membres du FASB lors des visites de terrain n'est donc pas franchement tranchée dans la version finale de la norme¹²⁷. Aucune référence à des techniques d'évaluation reposant sur l'EVA[™]¹²⁸ ou le résultat résiduel n'a

¹²⁴ Les modalités du test de dépréciation ont été simplifiées depuis lors. Pour plus de détails sur ces modifications normatives, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.1.1 du Chapitre I.

¹²⁵ Rappelons que la norme Financial Accounting Standard No. 157 (FAS 157), *Fair Value Measurements* relative à la mesure de la juste valeur n'a été publiée qu'en 2006. Pour plus de détails sur la mesure à la juste valeur lors des délibérations du FASB au début de la décennie 2000, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.1.2 du Chapitre I.

¹²⁶ FAS 142, par. 24.

¹²⁷ Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.1. du Chapitre I, et plus particulièrement au compte-rendu de la réunion du FASB tenue le 15 novembre 2000.

¹²⁸ Dans l'annexe B (*Basis for Conclusions*) de la version révisée des normes FAS 141 et IFRS 3, les organes normalisateurs reconnaissent tout de même l'utilisation accrue des modèles reposant sur l'EVA[™] comme outils d'analyse de performance. FAS141R, par. B326 ; IFRS 3R, par. BC326.

été incluse dans les dispositions finales. Dans l'Annexe B (*Basis for Conclusions*) de la norme FAS 142, le FASB répond par la négative aux requêtes formulées par les répondants à l'exposé-sondage ED 201-R. Ces derniers ont demandé en effet au FASB qu'il ajoute dans la version finale de la norme une prescription explicite concernant l'utilisation de techniques d'actualisation¹²⁹. Or, pour le FASB, fournir une telle prescription quant à la manière dont les techniques d'évaluation doivent être utilisées est hors du champ d'application d'une norme comptable¹³⁰. Le FASB admet cependant que les mesures de juste valeur tiennent compte d'informations internes, telles que les données budgétaires et de planification, information qui, n'étant pas une information publique, n'est pas reflétée dans son intégralité dans la valeur de marché. Le FASB s'attend d'ailleurs à ce que le même modèle que celui ayant servi à évaluer le regroupement d'entreprises et déterminer le prix d'acquisition soit utilisé lors du test d'*impairment*, dès lors que cela est compatible avec les hypothèses émises par un participant de marché. Ce faisant, il admet sans réellement la circonscrire l'asymétrie d'information existant entre ces deux réalités : la sphère réelle du préparateur des états financiers (l'agent) ayant accès à une information interne plus large que celle communiquée aux investisseurs et la sphère financière du participant de marché détenteur d'actions (le principal), qui, faute d'information exhaustive, tente de « deviner » les synergies attendues du regroupement d'entreprises. En conditions idéales de *reporting*, ces deux sphères se superposent pour ne faire qu'une seule réalité économique. En conditions imparfaites, l'asymétrie d'information laisse une certaine latitude au préparateur des états financiers dans l'évaluation de la juste valeur. Cette situation aurait pu en partie être résolue si le FASB avait inclus des mentions obligatoires en annexe, dans l'esprit de ce que préconisait Edmund Jenkins lors de la réunion du FASB du 15 novembre 2000 : exiger de chaque entreprise qu'elle documente les raisons l'ayant conduite à payer le prix d'acquisition, et ses attentes vis-à-vis des futures performances du regroupement d'entreprises, pour que les investisseurs soient en mesure de comparer ces perspectives lors

¹²⁹ FAS 142, par. B150-B155.

¹³⁰ "The Board noted that addressing the various issues raised by respondents would require the Board to develop "how to" guidance (including valuation guidance) on using present value techniques to estimate fair value that is beyond the scope of this Statement. The Board reaffirmed that this Statement should explain the objective of the fair value measurement exercise and allow preparers latitude in applying that objective to their specific circumstances based on the guidance in Concepts Statement 7." FAS 142, par. B153.

de la comptabilisation initiale, avec la performance réelle post-acquisition. Hormis l'obligation de fournir des informations qualitatives quant aux raisons justifiant l'acquisition, incluant une description des facteurs contribuant au prix payé et ayant généré le *goodwill*¹³¹, la nouvelle norme n'impose aucune mention quantitative obligatoire sur les synergies attendues et réalisées. Le degré d'information quant à ces dernières reste de l'initiative de l'équipe dirigeante chargée de communiquer ces éléments aux investisseurs.

Sont décrites à présent plus succinctement les dispositions comptables édictées pour le référentiel international avec la publication de la norme IFRS 3 et les amendements nécessaires aux normes existantes.

Dans le cadre du référentiel IFRS, le projet de refonte des normes relatives aux regroupements d'entreprises débute en 2001 (soit un peu plus tardivement que pour le référentiel américain). Les objectifs affichés par l'IASB dans sa revue des normes existantes – principalement la norme IAS 22, *Regroupements d'entreprises* (révisée en 1998), la norme IAS 36 concernant les dépréciations d'actifs et la norme IAS 38 relative aux actifs incorporels – sont de deux ordres : tendre vers une plus grande convergence internationale suite aux nouvelles dispositions US GAAP et améliorer la qualité du traitement comptable des acquisitions d'entreprises dans le cadre du référentiel IFRS¹³². Tout comme son homologue américain, l'IASB décide de conduire le projet de refonte en deux phases. La norme IFRS 3, *Regroupements d'entreprises*, accompagnée d'une révision des normes IAS 36 et IAS 38, est publiée en mars 2004, remplaçant de manière définitive la norme IAS 22 alors en vigueur. Ces nouvelles dispositions sont le résultat d'un processus de revue de l'exposé-sondage publié en décembre 2002 (Exposure Draft (ED) 3, *Business Combinations*) pour lequel l'organe normalisateur international a reçu 136 lettres de commentaires¹³³. Hormis sur des différences conceptuelles ou pratiques encore non résolues, comme par exemple l'activation des frais de développement, les dispositions finales de la norme IFRS 3 sont en ligne avec celles décidées outre-Atlantique :

¹³¹ FAS 141, par. 51(b).

¹³² IFRS 3R, Basis for Conclusions, Background Information.

¹³³ Ibid.

l'élimination définitive de la mise en commun d'intérêts, rendant obligatoire la méthode d'acquisition comme la seule approche permise lors d'un regroupement d'entreprises – même si relativement peu de regroupements d'entreprises sont comptabilisés selon la mise en commun d'intérêts en application de la norme IAS 22¹³⁴. Les normes IAS 36 et IAS 38 sont également révisées afin d'entériner, pour l'évaluation du *goodwill* post-acquisition, l'abandon du modèle d'amortissement au profit du modèle de dépréciation. Sur ce dernier point cependant, la norme IAS 36 diverge du modèle, en deux étapes, proposé par le FASB. En effet, le modèle IFRS n'est pas propre au *goodwill* et s'applique à tout autre actif corporel et incorporel¹³⁵. Le test d'*impairment* se conduit au niveau de l'unité génératrice de trésorerie (*cash-generating unit*), ce qui peut correspondre à un niveau différent (généralement plus bas) que l'unité de *reporting* définie en US GAAP. Enfin, la valeur comptable de l'unité génératrice de trésorerie est comparée à sa valeur recouvrable, cette dernière étant la valeur la plus élevée entre la juste valeur moins coûts de vente et la valeur d'utilité. En distinguant les deux notions – la juste valeur supposant que la valeur comptable est recouvrée via une opération de vente et la valeur d'utilité supposant que la valeur comptable est recouvrée via son utilisation – cette approche permet de trancher le débat US GAAP concernant les estimations et hypothèses incluses dans la détermination de la juste valeur, du point de vue d'un participant de marché, quant aux éventuelles réalisations de synergies attendues. La norme IFRS 3 ne va cependant pas plus loin que la norme FAS 141 quant aux mentions obligatoires en annexe relatives à la nature et le montant des synergies attendues. La norme IFRS s'attache à mieux comprendre la nature du *goodwill* moins au niveau des synergies payées qu'au niveau des éléments incorporels qui n'ont pas été reconnus séparément¹³⁶.

¹³⁴ ED 3, par. I2.

¹³⁵ Précisons que la norme IAS 36 s'applique également à certaines participations financières telles que les entreprises associées et les participations évaluées selon la méthode de la mise en équivalence.

¹³⁶ La norme IFRS 3 reprend presque mot pour mot les dispositions US GAAP, comme suit : “*a description of the factors that contributed to the recognition of goodwill – including a description of each intangible asset that was not recognized separately from goodwill and an explanation of why the intangible asset's fair value could not be measured reliably.*” IFRS 3, par. BC414 (a)(ii).

Les dispositions normatives US GAAP sont les suivantes : “*The primary reasons for the acquisition, including a description of the factors that contributed to a purchase price that results in recognition of goodwill.*” FAS 141, par. 51(b).

Les dispositions IFRS ont d'ailleurs une définition restreinte du *goodwill* et ne font aucune référence aux synergies attendues de l'acquisition : “*Future economic benefits arising from assets that are not capable of being individually identified and separately recognized.*” ED 3, Appendix A, Defined Terms.

Il existe cependant une différence majeure entre la nouvelle norme IFRS 3 et l'ancienne norme IAS 22. Cette différence a trait à la comptabilisation des plans de restructuration décidés lors, ou à la suite, d'une acquisition d'entreprise. Le paragraphe 11 de la norme IFRS 3 stipule que les charges de restructuration, tout comme les coûts engendrés en cas de réorganisation ou de désinvestissements de certaines activités à la suite du regroupement d'entreprises, ne peuvent être pris en compte dans l'allocation du prix d'acquisition, hormis si ces obligations répondent à la définition d'un passif à la date d'acquisition, en conformité avec la norme IAS 37 applicable aux provisions et passifs éventuels. Ainsi, les charges relatives à des plans de restructuration décidés et communiqués post-acquisition sont à comptabiliser en compte de résultat. Certaines réponses à l'exposé-sondage notent cependant que ces futures charges de restructuration font partie des éléments de négociation entre vendeur et acheteur durant la détermination du prix d'acquisition, et que par conséquent, il serait pertinent d'en tenir compte lors de l'allocation du prix d'acquisition. L'IASB ne retient pas cet avis, jugeant que cela créerait une différence dans la comptabilisation d'une même transaction (un plan de restructuration) selon que les provisions sont reconnues dans le cadre d'un regroupement d'entreprises, ou si les provisions sont comptabilisées selon les dispositions de la norme IAS 37. Sur cette base, pertinence et comparabilité de l'information financière en seraient diminuées. La norme américaine FAS 141 a continué quant à elle à faire référence aux dispositions EITF Issue No. 95-3, *Recognition of Liabilities in Connection with a Purchase Business Combination* pour la comptabilisation d'éventuelles charges de restructurations liées à un regroupement d'entreprises. Selon ces dispositions, les charges sont prises en compte en tant que passif assumé dans l'allocation du prix d'acquisition seulement si certaines conditions sont remplies en date d'acquisition¹³⁷.

La publication de ces nouvelles normes US GAAP et IFRS (et amendements aux normes existantes dans le cas du référentiel IFRS) marque la fin de la première phase, des deux

¹³⁷ Entre autres conditions : l'équipe dirigeante a commencé à évaluer et a formulé un plan de restructuration ; on s'attend raisonnablement à ce que le plan soit finalisé et annoncé dans l'année suivant l'acquisition.

côtés de l’Atlantique, du projet de refonte des dispositions comptables relatives aux regroupements d’entreprises et à la comptabilisation initiale et en date d’arrêté du *goodwill*.

La deuxième phase du projet de refonte concernant les regroupements d’entreprises est menée conjointement par le FASB et l’IASB, dans une perspective de convergence internationale et avec l’objectif d’améliorer, si nécessaire, la méthode d’acquisition existante¹³⁸.

1.2.3 Améliorer le modèle de l’acquisition : révisions des normes FAS 141 (US GAAP) et IFRS 3 (IFRS)

Cette approche conjointe aboutit à la publication, en juin 2005, d’un exposé-sondage commun pour lequel les organes normalisateurs ont reçu plus de 280 lettres de commentaires. La version révisée de la norme FAS 141 est publiée en 2007, celle de la norme IFRS 3 en 2008. Les principaux changements normatifs sont analysés dans ce paragraphe.

Lors de la publication, en 2001, de la norme FAS 141, puis en 2004, de la norme IFRS 3, FASB et IASB reprennent la plupart des dispositions comptables existantes relatives à la méthode d’acquisition (APB 16 pour les US GAAP, IAS 22 pour les IFRS). Menée conjointement, la seconde phase de refonte doit constituer une revue plus approfondie de cette application, sur des éléments spécifiques tels que les acquisitions par étapes, les intérêts non-contrôlants, l’allocation du prix d’acquisition et les informations à fournir en annexe. Les organes normalisateurs s’engagent alors à apporter les changements nécessaires aux normes nouvellement publiées afin d’améliorer la comparabilité et la qualité des états financiers, dans un objectif de convergence internationale, même si chacun des deux organes a, sur certains points, pris par la suite des positions divergentes. Parmi les thématiques discutées lors de la délibération de l’exposé-sondage publié en 2005, il convient de relever notamment : la définition d’une entreprise (au sens anglo-saxon du terme *business*), la mesure de la juste valeur, les conditions de comptabilisation, à la date

¹³⁸ La terminologie, d’ailleurs, change, du moins en anglais : *purchase method* devient *acquisition method*. IFRS 3R, par. BC14. FAS 141R, par. B14.

d'acquisition, des actifs acquis et des passifs assumés, et l'affirmation du *goodwill* comme un actif à part entière.

1.2.3.1 Définition d'une entreprise

La méthode d'acquisition est applicable dès lors que l'actif net acquis constitue une entreprise (*business*). Lors de leur révision, les normes FAS 141 et IFRS 3 partagent alors la même définition d'une entreprise. Cette définition reste fidèle à la définition utilisée dans le référentiel américain se fondant sur l'existence d'un système d'activités et d'actifs intégré autour de trois éléments fondamentaux : des entrants (*inputs*), des procédés (*processes*) opérationnels, de gestion stratégique, ou de ressources, et des sorties (*outputs*)¹³⁹. Dans cette définition, les deux premières composantes (*inputs* et *processes*) sont considérées comme constitutives d'une entreprise. La présence d'*outputs* n'est donc pas obligatoire pour qualifier d'entreprise un ensemble intégré d'activités, dès lors que ce dernier inclut au moins un entrant et un procédé substantiel ayant la capacité de contribuer à la création de sorties. Parmi les exemples d'entrants fournis par la norme IFRS 3R, figurent les actifs non-courants, les droits de propriété intellectuelle et toute « capacité à obtenir un accès aux matériels, droits et membres du personnel »¹⁴⁰. Quant aux procédés, la norme précise : « Ces processus sont généralement documentés, mais une main-d'œuvre organisée dotée des compétences et de l'expérience nécessaires, qui suit des règles et des conventions, peut fournir les processus nécessaires susceptibles d'être appliqués à des entrants pour créer des sorties ». La définition US GAAP porte également la présomption selon laquelle un groupe d'actifs comprenant un *goodwill* constitue, par essence, une entreprise¹⁴¹.

1.2.3.2 Evaluation de la juste valeur

La date de publication de la norme définissant la mesure de la juste valeur est un élément charnière dans la quasi-concomitance entre la publication de la version révisée de la norme US GAAP (FAS 141R) en 2007 et celle de la norme IFRS (IFRS 3R) en 2008. En effet,

¹³⁹ FAS 141R, par. 4. ; FAS 141R, par. A4. IFRS 3R, par. B7.

¹⁴⁰ IFRS 3R, par. B7.

¹⁴¹ FAS 141R, par. B19.

lors de la révision de la norme américaine, une norme relative à l'évaluation de la juste valeur est déjà disponible pour le référentiel US GAAP : la norme FAS 157, *Fair Value Measurement*, publiée en septembre 2006. Il faut attendre en revanche mai 2011, avec la publication de la norme IFRS 13, *Evaluation de la juste valeur*, pour avoir une norme comptable similaire pour le référentiel international.

La notion de juste valeur reste prégnante dans les versions révisées des normes US GAAP et IFRS. En effet, comme dans leur version originale, ces dernières s'attachent moins à mesurer le coût total du regroupement d'entreprises (ou la juste valeur de l'entreprise acquise prise dans son intégralité) que de mesurer à la juste valeur les éléments de prix, les actifs acquis et les passifs assumés, pris séparément. Le *goodwill* est pensé comme une étape à part entière, la dernière du processus d'allocation du prix d'acquisition. Il est un élément résiduel qui correspond soit à des ressources contrôlées qui ne sont pas identifiables de manière séparée, soit aux avantages économiques attendus de l'intégration. Le *goodwill* justifie en tout cas que la somme des éléments acquis, et donc payés, est supérieure à la juste valeur de l'entreprise acquise prise séparément (*on a standalone basis*)¹⁴².

Les normes FAS 141R et IFRS 3R confirment donc le principe inhérent à la méthode d'acquisition selon lequel les actifs acquis et les passifs assumés sont évalués, à la date d'acquisition, à la juste valeur. Cependant, la définition de cette notion diffère dans les deux référentiels, du moins lors de la publication des normes révisées. En effet, la norme FAS 157 s'applique déjà en US GAAP et définit la juste valeur comme un prix de sortie (prix déterminé entre participants de marché lors de la vente d'un actif ou le transfert d'un passif). La norme IFRS 3R, quant à elle, fait toujours référence, lors de sa publication, à un prix d'échange transactionnel, soit le « montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale ». FASB et IASB s'accordent cependant sur le fait que « même si les deux définitions utilisent une terminologie différente, le concept est le

¹⁴² FAS 141R, par. B81. IFRS 3R, par. BC81.

même – la juste valeur est une valeur de marché dans le cadre d’une transaction entre parties non liées. » ¹⁴³

1.2.3.3 Actifs acquis et passifs assumés : conditions de comptabilisation initiale

La version révisée des normes IFRS et US GAAP relatives aux regroupements d’entreprises précise que la comptabilisation initiale des actifs acquis et passifs assumés dont résulte le *goodwill* en tant qu’écart résiduel, doit reposer sur deux conditions fondamentales¹⁴⁴. La première condition suppose que chacun des actifs et passifs identifiés séparément soit un élément du regroupement d’entreprises plutôt que la résultante d’une transaction séparée. La seconde condition est que chacun des éléments de l’allocation du prix d’acquisition doit répondre à la définition d’un actif – dans le cas d’actifs acquis – ou à la définition d’un passif – dans le cas de passifs assumés, tel que défini dans le Cadre Conceptuel alors applicable dans chacun des deux référentiels. Conforme à ces définitions, la norme IFRS 3, dans sa version révisée, ne fait plus référence au critère d’évaluation fiable du montant à comptabiliser, ce critère étant jugé redondant avec la définition fournie dans le Cadre Conceptuel. L’évaluation du degré d’incertitude et du caractère probable de la sortie de ressources dans le cas d’un passif se fait sur le moment et le montant de l’obligation, et non sur l’existence de l’obligation elle-même (réputée certaine). C’est ainsi qu’un passif éventuel est comptabilisé, à sa juste valeur, lors d’un regroupement d’entreprises, alors qu’il ne fait pas l’objet d’une provision mais d’une mention en annexe en application des dispositions comptables relatives aux provisions et passifs éventuels. L’IASB amende également la norme IAS 38 relatives aux immobilisations incorporelles afin d’inclure la présomption selon laquelle le critère de probabilité est toujours considéré comme rempli pour les immobilisations incorporelles acquises. Ici encore, l’idée est bien de lier le degré d’incertitude au moment et au montant des avantages économiques futurs attendus de l’actif, et non à leur existence. Cette présomption conforte la comptabilisation d’un *goodwill* en tant qu’actif et le postulat selon lequel le *goodwill*, lors de sa comptabilisation initiale, ne correspond pas, pour l’acquéreur, à un surprix.

¹⁴³ Notre traduction. “(...) although the two definitions use different words, the concept is the same – fair value is a market-based measure in a transaction between unrelated parties”. FAS 141R, par. B250. IFRS 3R, par. BC250.

¹⁴⁴ FAS 141R, par. B112. IFRS 3R, par. BC112.

Mesurés sur la base de ces deux conditions cumulatives, les couts d'acquisition, activables jusqu'alors dans le montant du *goodwill*, doivent désormais être immédiatement reconnus en charges de l'exercice lors de la comptabilisation initiale. La version révisée de la norme américaine vient également préciser¹⁴⁵ que les provisions pour restructuration, même si elles répondent à la définition d'un passif, sont à considérer comme des éléments post-acquisition puisqu'elles constituent le plus souvent des obligations actuelles provenant de la décision de l'acquéreur – en tant qu'acquéreur – de réduire les effectifs : un moyen de réaliser les premières synergies opérationnelles et éliminer les doublons fonctionnels et hiérarchiques. Les provisions pour restructuration, hormis celles incluses dans le bilan d'ouverture de l'entreprise acquise, doivent être comptabilisées séparément au compte de résultat.

Ces dispositions comptables révisées amènent en outre un autre changement important en US GAAP : la comptabilisation au bilan des projets de recherche et développement en cours (*in-process R&D*)¹⁴⁶. Dans sa version originale, la norme FAS 141 requiert l'identification de ces actifs séparément du *goodwill* lors de l'allocation du prix d'acquisition, mais exige leur comptabilisation immédiate en charges de l'exercice, dès lors que ces projets ne présentent pas une utilisation alternative (hors R&D). Sur ce point, la version révisée des normes IFRS et US GAAP fait avancer le projet de convergence internationale puisque, à l'instar des dispositions de la norme IFRS 3, ces actifs sont désormais comptabilisés au bilan également en US GAAP. Il s'agit alors pour le FASB d'un premier pas vers l'activation des frais de développement – ce qui constitue pourtant

¹⁴⁵ Comme décrit précédemment, la norme IFRS 3 avait déjà considérablement évolué en ce sens et ces mêmes dispositions sont reconduites dans sa version révisée. Il s'agit au contraire d'un changement de traitement comptable en US GAAP car la norme FAS 141, dans sa version originale, reprend les dispositions comptables en conformité avec EITF Issue No. 95-3, *Recognition of Liabilities in Connection with a Purchase Business Combination*, permettant la comptabilisation contre le *goodwill* des provisions pour futurs plans de restructuration décidés par l'acquéreur lors d'un regroupement d'entreprises. FAS 141R, par. B133 ; FAS 141R, par. B138.

Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.1 du Chapitre I.

¹⁴⁶ Le poids croissant de la part des projets d'IP R&D dans les acquisitions d'entreprises est développé au paragraphe 2.3 de l'introduction générale à cette thèse.

encore aujourd'hui une divergence conceptuelle majeure entre référentiel IFRS et référentiel américain¹⁴⁷.

Un parallèle peut d'ailleurs être établi entre les débats en US GAAP autour de la comptabilisation de l'*in-process R&D* et celle du *goodwill*. Comme pour ce dernier, seuls les projets de développement en cours acquis sur regroupements d'entreprises, et non ceux générés en interne, peuvent être inscrits à l'actif du bilan. Tout comme pour le *goodwill*, des études empiriques analysent la nature comptable de l'*in-process R&D* (Deng and Lev, 2006). Ces études établissent une relation positive entre la valeur de cet élément du prix d'acquisition et la valeur de la firme acheteuse, laissant supposer que les investisseurs accueillent favorablement cette information lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises. Afin de s'assurer que cette réaction ne soit pas purement opportuniste (l'allocation du prix d'acquisition sur l'*in-process R&D*, reconnu immédiatement en charges, permettant de diminuer les charges futures d'amortissement à comptabiliser sur les autres actifs incorporels acquis), Deng and Lev (2006) observent également une relation entre la valeur de l'*in-process R&D* en date d'acquisition et les flux de trésorerie générés sur les trois ans suivant l'acquisition. Conformément à la définition d'un actif, l'*in-process R&D* génère des avantages économiques futurs ; sa comptabilisation à l'actif du bilan en date d'acquisition semble donc justifiée¹⁴⁸.

Il est alors impératif pour les organes normalisateurs de fournir des dispositions comptables précises sur la comptabilisation des actifs incorporels, cette dernière étant un élément critique de la refonte des normes y relatives, et ce depuis la relance du projet en 1996. De manière générale, les dispositions comptables révisées, tant en US GAAP qu'en IFRS, réaffirment, tout en les précisant, les critères que doivent remplir les actifs incorporels pour être comptabilisés séparément du *goodwill*. Ces critères sont les suivants : les actifs

¹⁴⁷ En application de la norme IAS 38, la comptabilisation en tant qu'actifs incorporels des dépenses de développement est obligatoire dès lors que certains critères, tels que la faisabilité technique et la rentabilité future, sont remplis. IAS 38, par. 57.

En US GAAP, les dépenses de développement sont comptabilisées obligatoirement en tant que charges de l'exercice (à l'exception des développements de logiciels utilisés en interne).

¹⁴⁸ Dans son Cadre Conceptuel, l'organe normalisateur américain note en effet : « *Future economic benefit is the essence of an asset* ». Concepts Statement No. 6 (CON. 6), par. 172.

incorporels constituent soit des ressources dont le contrôle sur les avantages économiques générés résulte de droits légaux ou contractuels (critère dit légal ou contractuel), soit des ressources séparables (critère dit de séparabilité), pouvant être par exemple vendues, transférées, louées ou échangées, seules ou dans le cadre d'un groupe d'actifs, et dont on attend des avantages économiques futurs.

1.2.3.4 Réaffirmer la juste valeur comme unité de mesure lors de l'évaluation des actifs acquis et passifs assumés

La juste valeur est réaffirmée comme l'unité de mesure au cœur des normes révisées¹⁴⁹. La conception d'une juste valeur en tant que valeur de marché éloigne le regroupement d'entreprises de considérations spécifiques à l'acquéreur. Ainsi, la valeur des actifs acquis qui ne sont pas utilisés post-acquisition par l'entreprise consolidante (suite à la fermeture de sites, l'abandon de certaines activités ou la mise au rebut d'équipements faute d'utilisation alternative au sein du groupe nouvellement constitué) doit être déterminée sur la base d'hypothèses et postulats d'un participant de marché, en ignorant les décisions propres à l'acquéreur. Pour ce dernier, la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises est rendue plus lourde. On s'attend en effet à ce que l'acquéreur ait une vision claire des conditions dans lesquelles il opérera ces différents actifs, mais il doit, lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, déterminer les hypothèses et postulats formulés par un participant de marché pour l'utilisation optimale de ces derniers – pris de manière séparée. Lors de la phase de *due diligence*, puis de négociation du prix, l'acquéreur aura développé ses propres modèles d'évaluation, reposant par exemple sur la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs attendus de l'exploitation de l'entreprise acquise. A des fins comptables cependant, l'acquéreur doit reprendre l'exercice d'évaluation par actifs acquis, pris séparément. Cet exercice est souvent conduit avec l'appui d'un expert indépendant afin de refléter les données et hypothèses de marché dans l'esprit de la norme.

¹⁴⁹ A l'exception de certains éléments de l'allocation du prix d'acquisition, tels que les engagements de prévoyance ou les paiements dénoués en actions.

1.2.3.5 Réaffirmer le goodwill comme un actif à part entière

De toutes les composantes énumérées dans les paragraphes BC313 et B313 des normes IFRS 3R et FAS 141R, respectivement, les organes normalisateurs ne retiennent que deux éléments en tant que partie intégrante du *goodwill* acquis (Johnson and Petrone, 1998). La première composante correspond à la juste valeur des éléments non séparables visant à assurer la continuité d'exploitation (*going concern*), soit la capacité de l'entreprise à générer, par l'exploitation de manière assemblée et intégrée des actifs composant son modèle d'affaires, une rentabilité supérieure à ce que serait cette rentabilité dans le cas où l'acquéreur devait exploiter de manière séparée les actifs composant l'entreprise-cible. Il s'agit d'un *goodwill* généré en interne, incluant la main d'œuvre assemblée. Ces éléments sont propres à l'entreprise acquise et sont par conséquent pris en compte dans les hypothèses de marché. La deuxième composante correspond aux synergies attendues de l'intégration de l'entreprise acquise au sein du modèle d'affaires de l'acquéreur. Ces synergies sont propres à chaque regroupement d'entreprises. Ainsi, différents regroupements d'entreprises produiront différentes synergies, à des valeurs distinctes. L'évaluation de ces synergies est plus difficile à déterminer pour les participants de marché sans recourir à un fort degré de jugement, notamment dans la distinction entre les synergies normalement attendues d'un regroupement d'entreprises et les synergies spécifiques à une situation particulière propre à l'acquéreur. Les normes révisées font référence pour ces deux composantes au *core goodwill*, soit la valeur fondamentale de l'écart d'acquisition. L'acquéreur étant en mesure d'attendre de ce *core goodwill* des avantages économiques futurs et contrôlant ces derniers du fait de sa maîtrise des politiques et stratégies de gestion qu'il impose à l'entreprise acquise et opère sous son contrôle, ces deux composantes de la valeur fondamentale du *goodwill* répondent à la définition d'un actif, telle que fournie dans le Cadre Conceptuel de chacun des deux référentiels. Malgré ces précisions quant à la nature du *goodwill*, la version révisée des normes IFRS 3 et FAS 141 n'améliore pas les mentions en annexe relatives au *goodwill* inscrit à l'actif du bilan. Ces dernières restent

hautement qualitatives et l'utilité ou la pertinence de toute mention additionnelle reste à l'appréciation du préparateur des états financiers¹⁵⁰.

Ainsi, dans leur révision des normes relatives aux regroupements d'entreprises, les organes normalisateurs réaffirment la méthode d'acquisition comme modèle unique de comptabilisation initiale, en précisant cependant son application pour les acquisitions effectuées par étapes. Le *goodwill* est confirmé dans sa nature d'actif résultant de l'allocation du prix d'acquisition. Les actifs acquis et passifs assumés sont mesurés à la juste valeur, sur la base d'hypothèses et postulats utilisés par les participants de marché. Pour le FASB et l'IASB, cette révision améliore la qualité de l'information financière. Elle fournit un modèle pertinent aux utilisateurs des états financiers afin d'évaluer leur investissement, la performance post-acquisition et la comparaison avec d'autres entreprises¹⁵¹. Les objectifs de pertinence (*relevance*) et d'image fidèle (*representational faithfulness*) en sortent donc renforcés.

En rendant obligatoire la méthode de l'acquisition, le FASB et l'IASB font le choix d'une comptabilisation au bilan et à la juste valeur des actifs incorporels acquis sur regroupements d'entreprises, *goodwill* inclus. Dans le débat théorique opposant les défenseurs d'une inscription des éléments immatériels à l'actif du bilan et leurs opposants, qui affirment quant à eux qu'une information suffisante à la valorisation est déjà présente dans le compte de résultat (Penman, 2009 ; Astolfi *et al.*, 2013), les organes normalisateurs donnent la primauté au bilan (*stock valuation*) et ne suivent pas une logique conceptuelle de flux (*flow valuation*). En ce sens, ils ne cèdent pas aux vues de certaines parties prenantes qui, durant le *due process*, surtout aux Etats-Unis, restent de fermes défenseurs de la mise en commun d'intérêts. Il serait alors tentant de voir dans l'élimination de l'amortissement systématique du *goodwill* un compromis établi implicitement entre les organes normalisateurs et les mêmes parties prenantes recherchant un impact limité des nouvelles dispositions sur les données de résultat post-acquisition. Les organes

¹⁵⁰ "If the specific disclosures required by this Statement and other GAAP do not meet the objectives set out in paragraphs 67 and 71, the acquirer shall disclose whatever additional information is necessary to meet those objectives." FAS 141R, par. 73.

¹⁵¹ FAS 141R, par. B25. IFRS3R, par. BC25.

normalisateurs font en outre le pari d'améliorer la qualité des états financiers par un recours à des informations obligatoires à fournir en annexe sur l'allocation du prix d'acquisition. Par ce choix, FASB et IASB prennent le risque d'un plus fort degré d'opportunisme managérial. Les préparateurs d'états financiers ont en effet recours à l'utilisation d'estimés de juste valeur non vérifiables – tant lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises en date d'acquisition que lors du test de dépréciation du *goodwill* en date d'arrêté. Les opposants à l'approche *stock valuation* argumentent d'ailleurs que reconnaître en tant qu'actifs les éléments incorporels est ardu, si ce n'est impossible, par manque de valeur d'échange (*exchangeability*) et l'inexistence d'un marché avec un nombre suffisant de transactions (*deep market*), comme pour tout autre actif corporel ou financier (Penman, 2009).

La version révisée de ces normes a fait l'objet dans les deux référentiels (US GAAP et IFRS), d'une revue post-adoption.

1.3 Revues post-adoption (US GAAP / IFRS) : état des lieux

Ce paragraphe résume les principaux résultats de la revue post-acquisition conduites dans les deux référentiels. Il se termine sur les consultations publiques lancées par le FASB en 2019 et l'IASB en 2020. Il constitue donc un état des lieux des dispositions comptables, telles qu'applicables jusqu'ici, relatives aux regroupements d'entreprises et à la comptabilisation du *goodwill*, et ce dans les deux référentiels (US GAAP et IFRS).

Dans cette phase d'analyse *ex-post*, les instances normatives¹⁵² s'attachent à analyser dans quelle mesure :

- la différence entre valeur comptable des capitaux propres et capitalisation boursière s'est réduite, pour un degré de pertinence accru (*value relevance*);
- la part du prix d'acquisition anormalement élevée correspondant à l'*in-process R&D* s'est réduite, pour une allocation du prix d'acquisition plus fidèle à la réalité économique du regroupement d'entreprises (*representational faithfulness*);

¹⁵² La revue post-adoption (*Post-Implementation Review*) a été conduite pour le référentiel américain par la *Financial Accounting Foundation* (FAF) ; pour le référentiel IFRS, elle a été conduite par l'IASB.

- le *goodwill* comme écart résiduel s'est réduit, fruit d'une meilleure allocation sur des actifs incorporels évalués plus finement et reconnus de manière séparée (*representational faithfulness*);
- le *goodwill* correspond au *core goodwill*, composé exclusivement du *going concern goodwill* (main d'œuvre assemblée incluse) et du paiement d'une partie des synergies attendues lors de la phase d'intégration, pour un degré de pertinence accru (*representational faithfulness*);
- les mentions en annexe rendues obligatoires quant à l'allocation du prix d'acquisition ont accru l'utilité et la qualité des états financiers, pour une utilité informative et une comparabilité de l'information financière renforcée (*value relevance / comparability*);
- les mentions en annexe rendues obligatoires suite à l'adoption des normes relatives à l'évaluation de la juste valeur sur des mesures de niveau 3 ont pallié la subjectivité introduite par le recours à des estimés de juste valeur non vérifiables, pour un degré de fiabilité de l'information financière accru (*reliability*);
- le test d'*impairment* annuel substituant le modèle d'amortissement du *goodwill* retranscrit de manière fidèle la valeur économique du *goodwill* en date d'arrêté (*representational faithfulness / value relevance*).

Ce paragraphe présente d'abord les résultats de la revue post-adoption conduite outre-Atlantique pour le référentiel américain, puis les conclusions de la revue post-adoption conduite en IFRS. Cette partie inclut également les nouvelles dispositions comptables, amendements et révisions aux normes existantes visant à répondre aux difficultés identifiées, lors de ces revues, par les préparateurs et les utilisateurs des états financiers. Le paragraphe se termine sur les retours obtenus récemment des consultations publiques lancées par le FASB en 2019 et l'IASB en 2020 afin de formuler les améliorations pouvant être apportées à la comptabilisation des actifs incorporels sur regroupements d'entreprises.

1.3.1 La revue post-adoption US GAAP

Comme pour tout changement critique de normes, une revue post-adoption des nouvelles dispositions relatives aux regroupements d'entreprises a été menée par la Fondation faitière

des instances normatives américaines (*Financial Accounting Foundation*¹⁵³). Les résultats de cette revue sont publiés en mai 2013 (The Financial Accounting Foundation, 2013).

Les objectifs de la revue post-adoption sont de trois ordres : 1) concernant le *due process*, proposer, le cas échéant, des améliorations au processus de normalisation ; 2) concernant l'application des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, établir une analyse coûts/bénéfices afin de s'assurer que les bénéfices attendus sont supérieurs aux coûts d'adoption; 3) concernant les normes elles-mêmes, s'assurer que les objectifs attendus sont remplis, et identifier d'éventuelles conséquences inattendues de leur application sur la pratique comptable. Le débat a également nourri la recherche académique, notamment au travers de l'état de la recherche (Wen and Moehrle, 2016). Concernant le premier objectif, on peut s'étonner de ne pas trouver dans le rapport des réponses explicites aux inquiétudes, voire récriminations, de certaines parties prenantes au *due process*, tel que l'*American Business Conference* (ABC). Son Président, Barry Rogstad, se montre particulièrement critique envers le FASB lors d'une audience auprès de la Chambre des Représentants américaine le 31 juillet 2001 (Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, 2001). De même, il n'est fait nulle mention du fait que les lettres de commentaires reçues durant le *due process* semblent montrer un appui soutenu au modèle d'amortissement du *goodwill* au détriment du modèle finalement retenu par le FASB (Anantharaman, 2015). Concernant le second objectif, la revue post-adoption met en lumière des lourdeurs et complexités que l'organe normalisateur n'avait pas anticipées pour les préparateurs des états financiers ; ces difficultés sont principalement liées aux évaluations à la juste valeur, tant en comptabilisation initiale lors de l'allocation du prix d'acquisition, qu'en date d'arrêt lors du test d'*impairment* sur le *goodwill*. Le recours à des experts indépendants pour déterminer la juste valeur de certains actifs, principalement incorporels, est particulièrement coûteux, surtout pour les petites structures ou les sociétés non cotées, ce qui pourrait constituer pour ces dernières un frein aux opérations d'acquisitions. Quant au dernier objectif, les conclusions sont plutôt favorables aux utilisateurs des états financiers. L'information financière conforme à la norme

¹⁵³ Une description détaillée des attributions de cette Fondation est disponible à l'adresse : www.accountingfoundation.org.

FAS141R est jugée utile pour la prise de décisions économiques, ce qui renforce la pertinence et la véracité des états financiers. Cependant, les investisseurs questionnent le degré d'objectivité et de fiabilité de certains estimés, notamment pour les évaluations de juste valeur non vérifiables, ou les transactions traitées comme des regroupements d'entreprises alors qu'elles seraient, en substance, des acquisitions d'actifs. Les préparateurs des états financiers partagent certaines de ces difficultés : déterminer si la transaction est une acquisition d'entreprise ou mesurer à la juste valeur certains actifs acquis, passifs assumés et autre ajustement de prix futur, peut en effet s'avérer complexe.

En résumé, l'application des nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, et plus précisément l'interdiction de la mise en commun d'intérêts comme approche alternative à la méthode d'acquisition, n'a pas eu l'effet désastreux annoncé lors des premières discussions autour de l'exposé-sondage¹⁵⁴. En revanche, le recours à une expertise indépendante dans l'évaluation de la juste valeur peut créer un désavantage concurrentiel pour les petites et moyennes entreprises par rapport aux sociétés de grande taille, les entreprises transnationales, ou les sociétés cotées. Sur des éléments spécifiques, comme la définition d'une entreprise ou l'évaluation d'ajustements de prix futurs, les préparateurs des états financiers rencontrent également des difficultés d'application inattendues. La mesure à la juste valeur, notamment lorsqu'elle relève d'estimés et de données de marché non observables, reste un défi. Ces éléments ont un effet sur le degré de pertinence des informations fournies en annexe, même si les investisseurs les trouvent utiles dans la prise de décisions économiques. Aucune observation n'est cependant formulée quant aux mentions obligatoires, somme toute limitées, relatives aux composantes du *goodwill* payé (synergies attendues lors de la phase d'intégration, éléments incorporels ne pouvant justifier une comptabilisation séparée, comme la main d'œuvre assemblée). Comprendre les composantes du montant du *goodwill* est pourtant indispensable pour pouvoir juger plus objectivement des hypothèses sur lesquelles reposent, post-acquisition, les tests d'*impairment*.

¹⁵⁴ Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.1.1. du Chapitre I.

Le FASB a décidé des changements normatifs nécessaires pour donner suite à la revue post-adoption en distinguant les dispositions applicables aux sociétés cotées, et les dispositions applicables aux sociétés qui ne font pas appel public à l'épargne. Par cette approche, l'organe normalisateur américain reconnaît implicitement qu'il est nécessaire de différencier la transcription comptable d'une même transaction économique (une acquisition d'entreprise), selon l'actionnariat de la firme acheteuse.

1.3.1.1 Les modifications normatives applicables aux sociétés cotées

Le Tableau 2 résume les modifications apportées aux dispositions comptables US GAAP relatives aux actifs incorporels et regroupements d'entreprises, pendant et après la revue post-adoption conduite sur la norme FAS 141R, applicables aux sociétés cotées.

Tableau 2 : Accounting Standards Updates (« ASU ») publiés entre 2010 et 2017¹⁵⁵

ASU Codification	Dispositions comptables
ASU 2010-28	Clarifie les modalités du test de dépréciation pour des unités de <i>reporting</i> dont la valeur nette comptable est inférieure ou égale à zéro
ASU 2010-29	Clarifie les mentions en annexe sur les données comparatives proforma
ASU 2011-08	Avant de procéder au test de dépréciation, l'entité peut évaluer sur une base qualitative la probabilité de déclin de juste valeur pour chaque unité de <i>reporting</i>
ASU 2012-02	Modifie le test d' <i>impairment</i> des actifs incorporels à durée indéterminée, en ligne avec ASU 2011-08
ASU 2015-16	Simplifie les modalités de comptabilisation d'ajustements sur l'allocation provisoire du prix d'acquisition
ASU 2017-01 ¹⁵⁶	Modifie la définition d'une entreprise (<i>business</i>)
ASU 2017-04	Simplifie le test d' <i>impairment</i> du <i>goodwill</i> en supprimant l'étape 2 ¹⁵⁷ qui consiste à déterminer la juste valeur implicite du <i>goodwill</i> en date d'arrêt. Ces nouvelles dispositions rapprochent, à compter de 2020, le traitement comptable US GAAP du traitement comptable IFRS, la valeur nette comptable de l'unité de <i>reporting</i> étant alors directement comparée à sa juste valeur.

Ces nouvelles dispositions US GAAP répondent à certaines problématiques soulevées lors de la revue post-adoption. L'organe normalisateur américain décide en janvier 2017 de

¹⁵⁵ Cette liste ne se veut pas exhaustive ; elle ne reprend pas par exemple les dispositions comptables d'ASU 2012-06, ASU 2014-17 et ASU 2014-18, dont l'impact est jugé marginal pour cette étude. La liste des ASU publiés par le FASB est disponible à l'adresse : www.fasb.org.

¹⁵⁶ Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.3.1. du Chapitre I.

¹⁵⁷ Les étapes du test d'*impairment* sont décrites au paragraphe 1.2.2. du Chapitre I.

clarifier la définition d'une entreprise (*business*). Cette nouvelle définition, même si elle conserve la présomption selon laquelle un *goodwill* est, par défaut, un élément constitutif d'une entreprise, précise notamment deux choses. Tout d'abord, un ensemble intégré d'activités opérationnelles n'est pas une entreprise si sa juste valeur se concentre sur un seul actif ou un seul groupe d'actifs similaires (*goodwill* excepté). Quant à l'existence d'un ou plusieurs procédés comme élément constitutif d'une entreprise, la nouvelle définition met l'accent sur son caractère substantiel. L'ensemble intégré d'activités opérationnelles peut ne pas, en l'état, générer de sorties, mais il doit inclure une main d'œuvre organisée et dotée de compétences essentielles à la transformation d'entrants pour créer des sorties. Si au contraire l'ensemble d'activités génère des sorties, il doit inclure au minimum l'un des éléments suivants : l'accès à une main d'œuvre telle que décrite précédemment ; un procédé dont le remplacement serait coûteux ; un procédé considéré comme unique, ou rare (toujours du point de vue d'un participant de marché).

De même, le test d'*impairment* est simplifié, dans une logique de convergence avec le modèle IFRS. Pourtant, la revue des lettres de commentaires adressées en 2018 par l'Autorité de contrôle des marchés financiers américains (SEC) sur le contenu des rapports annuels pour l'exercice 2017 montre que 17% des questions soulevées par la SEC correspondent à des thématiques liées aux estimés de juste valeur, notamment dans le cadre de tests d'*impairment* du *goodwill* (EY, 2018). De même, 11% de ces questions ont trait à l'évaluation du *goodwill* et autres actifs incorporels, et 9% à des regroupements d'entreprises (EY, 2018). Lorsque l'écart d'acquisition résultant de l'allocation du prix d'acquisition représente une part significative du prix payé, la SEC demande aux préparateurs des états financiers de réviser les informations fournies en annexe afin de décrire plus précisément les éléments permettant d'expliquer un montant de *goodwill* élevé (comme les synergies attendues du regroupement d'entreprises)¹⁵⁸. L'évaluation de la juste valeur reste donc une thématique scrutée par la SEC, tant lors de la comptabilisation initiale

¹⁵⁸ Ernst & Young (EY), 2018. p. 39.

du regroupement d'entreprises que lors des tests d'*impairment*^{159 160}. L'Autorité de contrôle américaine peut ainsi exiger, en réponse à ses commentaires, une réconciliation entre le total des justes valeurs déterminées pour chaque unité de *reporting* et la capitalisation boursière du groupe, ainsi qu'une justification circonstanciée de la prime de contrôle implicite pouvant expliquer la différence entre ces deux mesures¹⁶¹. L'organe normalisateur américain a également cherché à simplifier, dans une logique couts/bénéfices, les dispositions applicables aux sociétés non cotées.

1.3.1.2 Les modifications normatives applicables aux sociétés non cotées

Le Tableau 3 résume les modifications apportées aux dispositions comptables US GAAP émises par le *Private Company Council* (PCC)¹⁶² pour les sociétés dont les titres ne sont pas négociés sur un marché américain de capitaux.

Tableau 3 : Accounting Standards Updates (« ASU ») publiés entre 2014 et 2019¹⁶³

ASU Codification	Dispositions comptables
ASU 2014-02	Offre une alternative au test d' <i>impairment</i> en proposant l'option d'amortir le <i>goodwill</i> sur une durée maximale de dix ans
ASU 2014-18	Simplifie l'allocation du prix d'acquisition en offrant la possibilité de ne pas comptabiliser certains actifs incorporels séparément du <i>goodwill</i>
ASU 2019-06	Etend les dispositions comptables applicables aux sociétés non cotées aux institutions à but non lucratif
ASU 2021-03	Offre aux sociétés non cotées et aux institutions à but non lucratif un choix de politique comptable visant à procéder à l'évaluation en date d'arrêt des faits et circonstances pouvant mettre en évidence l'existence d'une perte de valeur sur <i>goodwill</i> .

¹⁵⁹ Ernst & Young (EY), 2018. p. 49.

¹⁶⁰ Les mêmes thématiques relatives aux mesures de juste valeur, aux regroupements d'entreprises ainsi qu'au *goodwill* et autres actifs incorporels se retrouvent, dans une proportion similaire, dans la revue des lettres de commentaires envoyées par la SEC à certains préparateurs des états financiers pour l'exercice 2018. PricewaterhouseCoopers (PwC), 2018.

En 2024, la même publication reporte la mesure de la juste valeur et les thématiques relatives aux écarts d'acquisition, y compris le test d'*impairment*, dans le classement des dix thématiques les plus fréquentes dans les lettres de commentaires envoyées par la SEC à certaines firmes. La mesure de la juste valeur se classe en huitième position, le *goodwill* en neuvième position. PricewaterhouseCoopers (PwC), 2024.

¹⁶¹ Ernst & Young (EY), 2018. p. 53-54.

¹⁶² Le *Private Company Council* (PCC) a été créé en 2012 et conseille le FASB sur la nécessité de dispositions comptables spécifiques aux sociétés non cotées, pour une information financière qui réponde aux besoins des investisseurs de ces entreprises. Une description du PCC est disponible à l'adresse : www.fasb.org.

¹⁶³ Cette liste ne se veut pas exhaustive ; elle ne reprend pas, par exemple, les dispositions comptables d'ASU 2016-03, dont l'impact est jugé marginal pour cette étude.

Les changements aux dispositions comptables applicables aux sociétés non cotées sont significatifs. Les paragraphes BC4, BC8 et BC9 de l'annexe *Basis for Conclusions* de l'ASU 2014-02 en exposent les principales raisons. Tout d'abord, les premiers utilisateurs des états financiers de sociétés non cotées semblent être les instances de régulation et les pourvoyeurs de fonds prêteurs¹⁶⁴. Pour ces parties prenantes, le modèle d'*impairment* pour l'évaluation du *goodwill* post-acquisition ne fournit pas d'information utile à leurs décisions économiques. En effet, ces utilisateurs ignorent dans leur analyse financière l'écart d'acquisition et les pertes de valeur y afférentes. Enfin, dans leur évaluation d'entreprises non cotées, ces parties prenantes utilisent des données de flux, soit de trésorerie, soit de résultat, limitant les données bilantielles aux actifs corporels¹⁶⁵. On retrouve ici les inquiétudes partagées par certaines parties prenantes lors des discussions autour de la norme FAS 141 et de sa révision, au cœur des débats théoriques quant à l'utilité d'une évaluation par le bilan (*stock valuation*), quand les données de résultat peuvent déjà contenir l'information nécessaire à l'évaluation d'entreprise (*flow valuation*)¹⁶⁶.

Cependant, l'existence de dispositions comptables significativement différentes entre sociétés cotées et sociétés non cotées ouvre une brèche en termes de comparabilité et de conformité avec le Cadre Conceptuel. Selon ce dernier, les principes comptables doivent s'appliquer à toute entreprise, sans considération de taille, au-delà des spécificités de chacune. Certains répondants à l'exposé-sondage de ce qui deviendra l'ASU 2014-02 alertent le FASB sur un référentiel à deux vitesses, s'interrogeant sur la pertinence d'un traitement particulier pour les sociétés non cotées et s'opposant à un retour, dans ce

¹⁶⁴ "The primary users of the financial information for private entities seem to be regulators and lenders." ASU 2014-02, par. BC4.

¹⁶⁵ "Outreach with users of private company financial statements further indicated that the current goodwill impairment test provides limited decision-useful information because most users of private company financial statements disregard goodwill and goodwill impairment losses in their analysis of a private company's financial condition and operating performance." ASU 2014-02, par. BC8.

"Many users of private company financial statements indicated that they disregard goodwill impairment charges from their quantitative analysis of a private company's operating performance because they focus on tangible net assets, cash flows, and/or some form of adjusted earnings before income taxes, depreciation, and amortization (EBITDA)." ASU 2014-02, par. BC9.

¹⁶⁶ Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1.2. du Chapitre I.

contexte, au modèle d'amortissement appliqué au *goodwill*¹⁶⁷ (PricewaterhouseCoopers - PwC, 2013). Le même argument que lors de la suppression de la mise en commun d'intérêts est avancé : comment accepter qu'une même réalité économique – une acquisition d'entreprise – puisse faire l'objet de traitements comptables radicalement opposés ?

En juin 2018, le débat est relancé. Au sein même des instances normatives internationales et américaines, des discussions sont menées pour étudier la plausibilité d'une réintroduction du modèle d'amortissement pour toutes les entreprises (FASB, 2018). Ces discussions aboutissent en octobre 2018 à l'inscription de ce projet de recherche à l'agenda du FASB. L'organe normalisateur américain publie d'ailleurs à la même date un exposé-sondage proposant de rendre ce choix de politique comptable disponible aux entités à but non lucratif. Cette proposition est entérinée en mai 2019 avec la publication de l'ASU 2019-06. Désormais, seules les sociétés cotées doivent se plier de manière obligatoire aux exigences – couteuses – du test annuel d'*impairment*, même si ce dernier a été assoupli ; elles sont en outre les seules entités à pouvoir bénéficier d'une simplification dans les modalités d'allocation du prix d'acquisition lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises. Ceci n'est pas sans poser de problèmes de comparabilité entre sociétés cotées et sociétés ne faisant pas d'appel public à l'épargne¹⁶⁸. Ces simplifications et allègements dans les modalités comptables applicables aux entités non cotées répondent avant tout à des considérations coûts / bénéfices. En effet, les avantages, en termes de qualité de l'information financière, attendus de l'identification d'actifs incorporels séparés du *goodwill* lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises et lors du test d'*impairment* en lieu d'amortissement en comptabilisation subséquente ne semblent pas justifier les coûts, difficultés et incertitudes posés par ces modèles comptables.

Au vu de ces considérations, le FASB invite en juillet 2019 préparateurs et utilisateurs de l'information financière à faire part de leurs commentaires non seulement sur ces deux

¹⁶⁷ Ce débat a déjà cours depuis 2009 au sein du référentiel IFRS, avec la publication de la norme IFRS pour PME rendant obligatoire l'amortissement systématique du *goodwill* post-acquisition, sur une période ne pouvant excéder 10 ans. Norme IFRS pour PME, Section 19 – Regroupements d'entreprises et *goodwill*, par. 19.23.

¹⁶⁸ FASB (2019). p 25.

thématiques comptables, mais également, entre autres thèmes choisis, sur les mentions en annexe concernant *goodwill* et immobilisations incorporelles (FASB, 2019). Cette étude, lancée au travers du processus *Invitation to Comment*¹⁶⁹, ne se veut ni conceptuelle, ni exhaustive, ne cherchant pas à analyser dans quelle mesure la méthode de l'acquisition, les mentions obligatoires en annexe ou le modèle d'*impairment* ont accru la pertinence et la qualité de l'information financière. L'Invitation s'adresse tout particulièrement aux sociétés cotées, dans une logique coûts / bénéfices, et ce pour deux raisons. Tout d'abord, les sociétés non cotées et les entités à but non lucratif bénéficient déjà de traitements comptables alternatifs. Ensuite, la revue post-adoption des modèles comptables applicables aux sociétés cotées a recensé des opinions mitigées, ne permettant pas de montrer que les avantages attendus en termes d'information financière dépassent les coûts induits par ces modèles de comptabilisation¹⁷⁰. Le document inclut également dans le champ de sa revue les actifs incorporels reconnus sur regroupements d'entreprises autres que le *goodwill*. Le FASB rappelle en effet que la comptabilisation de manière séparée de certains éléments identifiés dans le regroupement d'entreprises (relations-clientèle, clauses de non-concurrence par exemple) est une conséquence de la décision de ne plus amortir le *goodwill*. Une éventuelle modification du modèle comptable applicable au *goodwill* post-acquisition pose la question de la comptabilisation de ces actifs incorporels, en envisageant par exemple de les comptabiliser, comme cela est possible pour les sociétés non-cotées, en tant que composants du *goodwill* (au même titre, par exemple, que la main d'œuvre assemblée).

¹⁶⁹ En première page du document, le FASB rappelle qu'une ITC (*Invitation to Comment*) n'exprime aucune vue ou opinion préliminaire du *Board* et le retour attendu des participants au processus peut ne pas engendrer d'amendements ou de révisions aux dispositions comptables existantes. En cela, l'ITC ne constitue pas une étape obligatoire du *due process* lors de la publication d'un exposé-sondage en vue de la publication d'une nouvelle norme : "An ITC is a staff document in which the Board does not express any preliminary views, and subsequent steps in this project may or may not result in amendments to existing standards. The need for and the timing and content of any amendments will be determined after receiving feedback on this ITC. Responses to this ITC will help the Board understand whether it needs to consider amendments to the guidance to address the cost and benefit of information about goodwill and intangible assets and, if so, what amendments to consider." FASB (2019). Purpose and Background. p. 1.

¹⁷⁰ "The issues in this ITC are presented primarily in the context of [Public Business Entities] PBEs for two reasons. First, PBE stakeholders expressed mixed views that warrant broader outreach on this topic. Second, there are accounting alternatives available to other types of entities." FASB (2019). Purpose and Background – Overview. p. 5.

Le FASB sollicite une réponse à l'ITC pour octobre 2019. Une centaine de lettres de commentaires parvient à l'organe normalisateur américain dans ce délai¹⁷¹. Les avis sur le retour à un amortissement du *goodwill* restent partagés, même si une légère majorité de répondants – dont certains cabinets d'audit – expriment leur préférence, du moins dans une logique d'arbitrage couts / bénéfices, pour un modèle alliant amortissement et test de dépréciation en cas d'indicateurs de perte de valeur. Une claire majorité s'oppose en revanche à la comptabilisation de certains actifs incorporels en tant que composantes du *goodwill* ou l'octroi d'un choix de politique comptable, à l'instar des dispositions comptables PCC, permettant l'amortissement du *goodwill*. Deux tendances claires, cependant, se dessinent lors de cette consultation publique : 1) effectuer le test d'*impairment* au niveau du segment opérationnel (et non de l'unité de *reporting* comme le requiert la norme) vu qu'en pratique c'est généralement à ce niveau que la performance opérationnelle est analysée et pilotée¹⁷² ; 2) assouplir les modalités du test d'*impairment* en abandonnant l'obligation d'un test annuel (le *goodwill* ne serait testé qu'en cas d'indicateurs de perte de valeur).

En 2022, l'organe normalisateur américain décide, à l'unanimité de ses membres votants, l'abandon du projet de recherche (FASB, 2022). Cependant, le FASB reste attentif aux décisions qui pourraient être prises dans le cadre du projet de recherche mené par l'IASB suite à la revue post-acquisition de la norme IFRS 3. L'organe normalisateur international continue en effet de travailler, après la revue post-adoption lancée en 2013, sur les modèles comptables relatifs aux regroupements d'entreprises. Les conclusions de la revue post-adoption et les dernières avancées du projet de recherche IFRS sont présentées ci-après.

¹⁷¹ Nous avons, pour le besoin de cette étude, consulté toutes les lettres de commentaires reçues et publiées par le FASB (101 lettres reçues, 99 publiées). Les lettres reçues sont disponibles à l'adresse : https://www.fasb.org/jsp/FASB/CommentLetter_C/CommentLetterPage&cid=1218220137090&project_id=2019-720.

¹⁷² Une majorité de répondants soulignent la lourdeur inutile que crée le niveau de *testing* requis par la norme ; en effet, seules les dispositions comptables relatives au test de dépréciation du *goodwill* font référence à l'unité de *reporting* comme niveau obligatoire (ASC 350-20-35-1), ce qui ne correspond ni à l'entreprise acquise, ni au segment opérationnel auquel le *goodwill* est alloué. Les répondants s'opposent cependant à tester le *goodwill* à un niveau plus élevé (l'entreprise dans son ensemble) car une perte de valeur sur une activité déficitaire serait compensée par une activité présentant un niveau de flux de trésorerie élevé.

1.3.2 La revue post-adoption IFRS

La revue post-adoption de la norme IFRS 3 (*Post-Implementation Review IFRS 3, Business Combinations*) vise à identifier les thématiques pour lesquelles une recherche plus étendue, ou plus ciblée, est nécessaire. Cette revue, lancée en 2013, a été conduite en deux phases. Lors de la première phase, un document d'information (*Request for Information - RFI*) a été soumis à consultation afin d'identifier les thématiques à examiner. Durant la seconde phase, l'IASB a revu les commentaires reçus en réponse au RFI, tout en s'appuyant sur d'autres sources (IASB, 2015). Cette revue post-adoption inclut également une revue de l'état de la recherche académique (Piombino and Tarca, 2014). Parmi les problématiques identifiées, il convient de relever des thématiques communes au référentiel américain, telles que la définition d'une entreprise, l'évaluation de la juste valeur, la comptabilisation séparée de certains actifs incorporels et les modalités du test d'*impairment* appliqué au *goodwill*.

L'organe normalisateur international a séparé ses conclusions en trois grandes catégories : les résultats de la revue des activités de recherche académique, la synthèse des retours reçus des investisseurs et la synthèse des retours reçus d'autres parties prenantes, dont les préparateurs des états financiers (IASB, 2015). La recherche académique confirme en général la pertinence des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises et l'évaluation du *goodwill* post-acquisition selon le modèle de dépréciation. Quant aux utilisateurs des états financiers, leurs avis sont partagés, notamment sur le modèle d'*impairment* ; ils relèvent en outre le fort degré de jugement professionnel requis pour la comptabilisation de manière séparée de certains actifs incorporels. Les préparateurs des états financiers proposent de revoir la définition d'une entreprise et partagent en cela les évolutions du référentiel américain. Ils soulignent également la difficulté rencontrée dans l'évaluation de la juste valeur pour certains actifs incorporels, et l'appel au jugement professionnel que requiert l'estimation de la valeur d'utilité et l'allocation du *goodwill* sur les différentes unités génératrices de trésorerie. Le test d'*impairment* est en effet un exercice complexe qui convoque des connaissances en techniques financières d'évaluation d'actifs (Petersen and Plenborg, 2010 ; Andersson and Hellman, 2020 ; Durocher and Georgiou, 2022). Lorsque les préparateurs des états financiers ne disposent pas de ces

compétences, il est nécessaire alors de recourir à un tiers indépendant. Le test d'*impairment* est ainsi jugé couteux¹⁷³, long et complexe. Ils en appellent enfin à une plus grande convergence avec le référentiel américain – qui partage avec le référentiel IFRS sur ces sujets des problématiques similaires.

L'IASB a conduit une évaluation, sur une échelle de priorité allant de « faible » à « haute », des principales problématiques traitées lors de la revue post-adoption¹⁷⁴.

Tableau 4 : Revue post-adoption IFRS 3R : Résumé des principales thématiques abordées

Thématique	Degré de priorité (haute/moyenne/faible)
Définition d'une entreprise	moyenne à haute
Actifs incorporels acquis : Evaluation de la juste valeur	moyenne à haute
Ajustements de prix et passifs éventuels : Evaluation de la juste valeur	moyenne
Actifs incorporels acquis : Comptabilisation séparée (hors <i>goodwill</i>)	moyenne à haute
Acquisitions à des conditions avantageuses	faible
Evaluation du <i>goodwill</i> post-acquisition : Modèle du test d' <i>impairment</i>	haute
Intérêts non-contrôlants et perte de contrôle	faible
Acquisitions par étapes	moyenne
Informations à fournir en annexe – Performance post-acquisition du regroupement d'entreprises	moyenne
Informations à fournir en annexe – Données pro-forma	faible
Autres considérations	faible à moyenne

La première conséquence des changements introduits dans le référentiel IFRS par la revue post-adoption est un amendement apporté à la norme IFRS 3 en octobre 2018, qui, à l'instar du référentiel américain, clarifie la définition d'une entreprise (IASB, Oct. 2018). En outre, l'IASB, malgré les difficultés d'application que cela représente, confirme l'évaluation à la juste valeur inhérente à la méthode de l'acquisition. L'organe normalisateur international

¹⁷³ Plusieurs recherches académiques, telles que De George *et al.* (2013) pour le marché australien, mettent en évidence le cout que représente pour les entreprises l'adoption du référentiel IFRS, notamment en termes d'audit. Chen *et al.* (2019) observent une association positive entre les honoraires d'audit et les mentions en annexe sur la mesure de la juste valeur appliquée au test d'*impairment* sur *goodwill*.

¹⁷⁴ IASB, 2015. p.8-27.

reconnait le soutien d'une partie des répondants à un retour à l'amortissement du *goodwill* (EFRAG, OIC, ASBJ, 2015)¹⁷⁵. L'IASB observe cependant que la revue de la littérature académique suggère au contraire la supériorité du modèle d'*impairment*, pour un degré de pertinence des états financiers accru. A partir de ce constat, l'IASB entrevoit deux pistes de réflexion : soit confirmer le modèle d'*impairment*, mais en y apportant les améliorations nécessaires pour répondre aux inquiétudes de certains préparateurs et utilisateurs des états financiers ; soit s'orienter vers un modèle proche du modèle US GAAP pour sociétés non cotées, avec la réintroduction, sur la base d'un choix de politique comptable, de l'amortissement du *goodwill*, tout en gardant les avantages en terme de pertinence de l'information financière offerte par le modèle d'*impairment*. L'IASB souligne tout de même qu'il est fondamental de comprendre la dissonance mis en évidence au cours de la revue post-adoption entre les résultats de recherche académique et les doutes exprimés par les parties prenantes, en analysant les causes de ces inquiétudes.

A la suite de la revue post-adoption de la norme IFRS 3, l'organe normalisateur japonais (ASBJ) publie plusieurs articles de recherche autour de l'évaluation post-acquisition du *goodwill* (ASBJ, 2015). A l'issue de cette étude, l'organe normalisateur nippon réintroduit le modèle d'amortissement, applicable sur le *goodwill* à compter de 2016. En outre, l'ASBJ et l'EFRAG conduisent en septembre 2016 une étude quantitative sur les écarts d'acquisition, les pertes de valeur et les charges d'amortissement comptabilisées par un panel de sociétés cotées (ASBJ, 2016). Sur les quatre marchés objets de l'étude (Etats-Unis, Europe, Japon, Australie), seul le marché nippon, en application des normes comptables japonaises, requiert l'amortissement du *goodwill*. Pour les marchés américain, européen et australien, c'est le modèle d'*impairment* qui est appliqué. Les auteurs de l'étude ont collecté des données comptables et financières sur la période 2005-2014 montrant les résultats suivants : sur les quatre marchés observés, le montant total du *goodwill* a augmenté entre 2005 et 2014. C'est sur le marché américain que ce montant est

¹⁷⁵ 66% des répondants à l'enquête lancée conjointement par l'EFRAG, l'OIC et l'ASBJ se prononcent pour une réintroduction du modèle d'amortissement. Il s'agit pour la plupart de préparateurs des états financiers ou des associations représentatives de ces derniers. Seulement 11% des répondants soutiennent une approche unique reposant sur le modèle d'*impairment*. Il s'agit dans la majorité des cas d'utilisateurs de l'information financière. EFRAG, OIC, ASBJ (2015). p.5.

le plus élevé, soit 2 149 milliards de dollars U.S. en 2014 ; vient ensuite le marché européen (1 623 milliards de dollars U.S.), puis, dans une moindre mesure, les marchés australien et nippon (respectivement 100 et 49 milliards de dollars U.S.). En revanche, c'est le marché japonais qui enregistre la plus forte hausse (209% entre 2005 et 2014), suivi du marché australien (121%), des Etats-Unis (74%) et de l'Europe (43%). Une hausse du montant du *goodwill* par société est également observée, sur la même période et sur les quatre marchés. C'est sur le marché nippon que le montant du *goodwill* est le moins élevé (en moyenne 398 millions de dollars U.S. en 2014). Ce constat n'est pas surprenant puisque l'amortissement du *goodwill* est obligatoire en application des normes comptables japonaises. Hormis une hausse significative constatée entre 2005 et 2007, les sociétés australiennes reportent un montant de *goodwill* moyen par entité de 956 millions de dollars U.S. (moyenne sur la période 2008-2014). La tendance haussière est constante sur le marché américain, le montant du *goodwill* par entité américaine passant de 3 311 millions de dollars U.S. en 2005 à 5 582 millions de dollars U.S. en 2014, soit une hausse de 69% sur la période. Après un fléchissement en 2012, année pour laquelle le montant du *goodwill* par société européenne a été le plus élevé, dépassant le montant par entité américaine (5 316 millions de dollars U.S. sur le marché européen contre 5 286 millions de dollars U.S. sur le marché américain), le montant du *goodwill* par entité sur le marché européen s'élève à 5 303 millions de dollars U.S., soit une hausse de 38% sur la décennie observée.

L'étude analyse également l'évolution des montants de *goodwill* reportés sur chaque marché en décomposant la variation entre augmentation, principalement due aux nouvelles acquisitions, et réduction, soit par amortissement (marché japonais), soit par dépréciation. Sur le marché américain, seule l'année 2008, année de crise financière, montre une baisse significative du montant de *goodwill* due à des dépréciations bien supérieures aux écarts d'acquisition reconnus sur de nouveaux regroupements d'entreprises. La même situation est observée sur les marchés européen et australien en 2008, mais se retrouve, à la différence des Etats-Unis, également en 2011, 2012 et 2013. L'amortissement permettant de lisser les effets de réduction du *goodwill*, ces tendances fortes ne se retrouvent pas sur le marché nippon. Ceci confirme les conclusions du groupe de discussion formé par

l'EFRAG, l'OIC¹⁷⁶ et l'ASBJ publiées en juillet 2014 selon lesquelles le modèle d'*impairment* ne génère des charges de dépréciation que lors d'un changement de cycle économique (EFRAG, OIC, ASBJ, 2014).

Une évolution intéressante est celle du ratio établi par cette étude entre montant du *goodwill* et capitalisation boursière. Alors que, lors de la crise de 2008, la capitalisation boursière diminue drastiquement sur les quatre marchés observés, le montant du *goodwill* ne montre pas de baisse comparable, malgré l'augmentation des dépréciations comptabilisées cette même année (le ratio *goodwill* sur capitalisation boursière augmentant mécaniquement). Cette déconnexion entre valeur comptable et valeur de marché suggère une surévaluation de l'actif *goodwill* inscrit au bilan des entreprises, due à un retard ou une insuffisance dans la dépréciation des écarts d'acquisition, notamment lorsque le modèle comptable appliqué au *goodwill* post-acquisition est le modèle d'*impairment*. On retrouve cette même augmentation du ratio en 2011, particulièrement prononcée pour l'Europe et les Etats-Unis. Si le mouvement baissier avait déjà été observé sur le marché européen au travers de l'augmentation des pertes de valeur par rapport à une augmentation du *goodwill* due à de nouvelles acquisitions, il n'avait pas été détecté sur le marché américain. Or ici, on constate que le montant du *goodwill* continue de croître malgré une baisse conséquente de la capitalisation boursière, ce qui semble montrer une surévaluation du *goodwill* plus forte en US GAAP (marché américain) qu'en IFRS (marché européen).

L'étude confirme également une forte concentration du *goodwill* sur certains secteurs : information, technologie, télécommunications, pharmacie, biens de consommation. L'étude montre aussi une forte concentration du *goodwill* sur un nombre limité d'entreprises mais dont le poids dans la capitalisation boursière totale est significatif, ce qui tendrait à confirmer le lien entre financiarisation, taille critique et concentration sur quelques « géants » (Gomez, 2013). La valeur boursière est également décomposée en trois éléments fondamentaux : valeur comptable de l'actif net (*goodwill* exclus), valeur comptable du *goodwill*, et valeur boursière non reconnue au bilan. C'est sur le marché américain que cette dernière est la plus élevée, en constante augmentation depuis le début

¹⁷⁶ *Organismo Italiano di Contabilità*, organe normalisateur italien.

de la période observée (2005), hormis une diminution en 2008. Ceci renvoie au débat (Astolfi *et al.*, 2013) entre partisans d'une comptabilisation au bilan des actifs incorporels, *goodwill* inclus, accompagnée de solides mentions obligatoires en annexe afin d'aider les investisseurs dans leurs évaluations, et les partisans d'une primauté au compte de résultat pour l'évaluation de modèles d'affaires de toute façon hautement immatériels – et dont l'évaluation des actifs est ardue, la différence entre valeur boursière et valeur comptable s'expliquant pour ces derniers par des marchés efficients qui allouent leurs ressources financières sur les entreprises à fort potentiel de performance économique (Penman, 2009). L'accroissement sur le marché américain de la part de la valeur boursière non reconnue au bilan semble donner raison aux tenants de cette seconde opinion. Sur les marchés européen et australien, la valeur boursière non comptabilisée est moins importante qu'outre-Atlantique, et sa hausse depuis la crise financière est moins marquée. Ces observations confirment également les évolutions mises en lumière par les travaux de Haskel and Westlake (2018) observant que l'investissement incorporel, en pourcentage de la valeur ajoutée brute, a considérablement augmenté aux Etats-Unis (passant de 10% en 1993 à près de 14% en 2008) alors qu'en Europe, cette tendance, sur la même période, reste plus tassée autour de 10% du PIB¹⁷⁷. Le marché japonais fait figure d'exception, puisque c'est le seul qui enregistre une valorisation légèrement négative pour cette dernière composante, entre 2008 et 2012, alors que plus de 80% de la valeur boursière provient de la valeur comptable des capitaux propres. A noter tout de même que durant les deux premières années de la période observée (2005 et 2006, soit avant la crise financière), la valeur comptable des capitaux propres ne représente qu'un peu plus de la moitié de la valeur boursière des entreprises japonaises. Une correction s'opère tout de même dès 2007, réduisant ainsi la part de valeur boursière non inscrite au bilan autour de 20% de la valeur de marché. Cette correction n'est visible sur aucun des trois autres marchés objets de l'étude. L'étude se conclut enfin sur une donnée importante quant à l'intensité des pertes de valeur comptabilisées par les entreprises observées : en comparant le montant total du *goodwill* par rapport au montant total de charges de dépréciation, on se rend compte qu'il faut en

¹⁷⁷ Graphiques publiés dans la Lettre Vernimmen.net du mois de juillet 2018. Disponible à l'adresse : [Vernimmen | finance d'entreprise | La Lettre Vernimmen.net](#).

moyenne 82 ans pour « éteindre » la valeur du *goodwill* sur le marché américain, 37 ans en Europe (comparable au marché australien à 34 ans) et 9 ans au Japon.

L'IASB fait référence à cette étude dans le document de travail préparé en juin 2018 en vue d'une réunion avec son homologue américain (IASB, 2018). Tout en reconnaissant les mérites de l'analyse conduite par l'EFRAG et l'ASBJ, l'IASB se fait l'écho des participants à la réunion de l'*Accounting Standards Advisory Forum* tenue en juillet 2016, s'interrogeant sur les conclusions définitives qui peuvent en être tirées¹⁷⁸. Cependant, une étude quantitative similaire publiée par l'EFRAG en octobre 2016 et menée sur la même période (2005-2014) pour 328 sociétés européennes montre les mêmes tendances majeures (EFRAG, 2016).

Une fois la revue post-adoption de la norme IFRS 3 terminée, l'organe normalisateur international a continué de travailler au projet de recherche sur les modèles comptables appliqués aux regroupements d'entreprise, pour répondre aux deux questions suivantes : 1) des informations supplémentaires concernant les entreprises acquises sont-elles nécessaires afin d'accroître l'utilité des états financiers pour les investisseurs ? 2) la comptabilisation du *goodwill* post-acquisition doit-elle être simplifiée – et comment améliorer certains aspects du test d'*impairment* ? Concernant ce dernier, l'IASB a, à plusieurs reprises, réaffirmé sa volonté de ne pas changer le modèle d'évaluation du *goodwill* post-acquisition tant que de nouveaux éléments n'apportent pas la preuve que les conclusions ayant conduit à la révision des normes IFRS 3, IAS 36 et IAS 38, ne sont plus valides (IASB, 2018). Il est plus important pour l'organe normalisateur international de s'attacher à déterminer dans quelles mesures le modèle existant peut être amélioré, plutôt que de chercher à revenir au modèle classique d'amortissement. Cette problématique est pourtant réintroduite dans le champ d'analyse à compter d'août 2018 au moment où Hans Hoogervorst, alors Président de l'IASB, annonce que l'organe normalisateur international a décidé de lancer une étude complète sur le *goodwill* ; cette étude devant également reconsidérer l'amortissement du *goodwill* comme modèle comptable post-acquisition (Hoogervorst, 2018). Il faut en outre rappeler que l'amortissement systématique du *goodwill* post-acquisition est possible depuis

¹⁷⁸ C'est au cours de cette réunion que l'EFRAG et l'ASBJ ont présenté leur étude.

2009 pour les entités ne faisant pas appel public à l'épargne par l'application de la norme IFRS pour PME. Même lors de la révision intégrale de cette norme effectuée en 2015, en 2019, et en 2023¹⁷⁹, ce traitement comptable n'a pas été amendé. Cependant, dans le cadre des discussions lancées pour ce projet de recherche, l'IASB reconnaît que la majorité de ses membres soutenant le maintien du modèle d'*impairment* pour les sociétés cotées reste ténue (Scott, 2019).

En mars 2020, l'IASB publie un document de discussion traitant des informations à fournir en annexe, du modèle comptable applicable à l'écart d'acquisition en date d'arrêté, et du modèle de dépréciation. Le document de discussion (*Discussion Paper* DP/2020/1) interroge les répondants sur quatre problématiques principales (*issue*) : dans quelle mesure peut-on améliorer les informations à fournir en annexe, notamment post-acquisition et durant l'intégration du regroupement d'entreprises ? Quel est le modèle comptable à retenir pour mesurer le *goodwill* en date d'arrêté (modèle d'amortissement ou modèle de dépréciation) ? Quelles sont les pistes de simplification du test d'*impairment* ? Comment reporter les actifs incorporels acquis lors d'un regroupement d'entreprises ?

Les informations fournies en date d'arrêté, post-acquisition sont limitées¹⁸⁰. Les investisseurs ont pu exprimer leur opinion quant au manque d'informations leur permettant de comprendre (et évaluer) dans quelle mesure le regroupement d'entreprises crée la valeur économique attendue lors de l'acquisition. Ainsi, fournir des informations concernant le succès (ou les difficultés rencontrées) lors de l'intégration de l'entreprise acquise, l'impact, positif ou négatif, post-acquisition du regroupement d'entreprises sur la performance économique du groupe, répondrait à l'objectif renforcé dans le nouveau Cadre Conceptuel en termes de responsabilité des dirigeants (*stewardship*), ces derniers devant se rendre

¹⁷⁹ Exposé-sondage publié en 2023. La norme IFRS pour PME est amendée en février 2025, sans changement quant à la comptabilisation des écarts d'acquisition.

¹⁸⁰ La norme IFRS 3 requiert de lourdes mentions en annexe en date d'acquisition mais l'information post-acquisition est limitée. En comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, la société acheteuse doit mentionner en annexe la contribution de l'entreprise acquise au chiffre d'affaires et résultat net du Groupe, ainsi que le chiffre d'affaires et résultat net théoriques, en supposant une acquisition en début d'exercice. IFRS 3, par. B64 (q). Les informations à fournir lors du test d'*impairment* et en cas de pertes de valeur sont également des informations post-acquisition, mais elles sont fournies au niveau de l'unité génératrice de trésorerie et non, spécifiquement, au niveau de l'entreprise acquise. Les informations requises par le référentiel américain sont comparables aux exigences de la norme IFRS 3.

comptables de leurs décisions d'acquisitions en analysant par exemple les différences entre synergies attendues (et payées dans la valeur du *goodwill*) et synergies créées¹⁸¹. L'IASB s'est interrogé, durant la rédaction du *Discussion Paper*, sur la période au cours de laquelle cette information devrait être rendue obligatoire. L'opinion exprimée par l'IASB est en prise directe avec la réalité économique de l'acquisition, et la responsabilité managériale dans la gestion des ressources économiques de l'entreprise : tant que le dirigeant (au sens « principal décideur opérationnel de l'entité » en application de la norme IFRS 8, Secteurs opérationnels) exerce un pilotage et un suivi de la performance économique de l'acquisition en termes d'intégration et de réalisation des synergies, des informations post-acquisition devraient être fournies. Cette information ne serait plus obligatoire dès lors que le dirigeant cesse ce pilotage, estimant que la période d'intégration est achevée. L'IASB n'indique donc pas une période spécifique (par exemple cinq ans) ou maximale ou minimale, hormis si le dirigeant cesse de piloter l'intégration du regroupement d'entreprises avant la fin de la deuxième année suivant l'année d'acquisition.

L'IASB cherche à réduire l'asymétrie d'information existant entre préparateurs et utilisateurs de l'information financière, estimant que les dirigeants, dans leur responsabilité de gestion, ont tout à fait connaissance des performances du regroupement d'entreprises et surtout des retards qui pourraient exister par rapport aux objectifs et ambitions ayant justifié le prix d'acquisition, *goodwill* inclus, en date d'acquisition¹⁸². L'IASB note que cette information peut ne pas être comparable d'une société à une autre, les indicateurs de pilotage pouvant être différents selon les méthodes de gestion propres à chaque équipe dirigeante. Cependant, l'IASB précise que l'objectif de comparabilité n'est pas ici recherché. Ces nouvelles informations devraient en revanche renforcer l'objectif de *stewardship* et réduire les asymétries d'information¹⁸³.

¹⁸¹ La recherche académique en finance d'entreprise tend à montrer qu'une partie significative des acquisitions d'entreprises détruit de la valeur. Sur cet élément, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1.1. du Chapitre I.

¹⁸² DP/2020/1, par. 2.14.

¹⁸³ DP/2020/1, par. 2.16.

Le document de discussion aborde également le caractère très générique, ou parcellaire, des informations fournies en date d'acquisition, et tout particulièrement la description (qualitative) des éléments composant le *goodwill*, requise par le paragraphe B64(e) de la norme IFRS 3. En effet, l'utilité informative de ces mentions en annexe porte moins sur le *goodwill* lui-même que sur le prix payé lors de l'acquisition : l'information utile pour les investisseurs est l'information permettant de justifier l'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, soit le surprix. Mentionner simplement que les synergies attendues du regroupement d'entreprises est une composante significative du *goodwill* n'est donc pas suffisant. L'information fournie sur les synergies attendues n'est utile et pertinente que si elle inclut une description des niveaux de synergies attendues, la période durant laquelle elles seront générées, le montant total de synergies attendues, ainsi que les coûts nécessaires pour réaliser ces synergies durant la période d'intégration : autant d'éléments disponibles à l'équipe dirigeante ayant conclu le regroupement d'entreprises car nécessaire à l'évaluation de l'entreprise-cible, puis du prix payé (synergies incluses), selon les principes fondamentaux de finance d'entreprise¹⁸⁴.

Dans une approche marginaliste (comment l'entreprise acquise contribue aux flux – de trésorerie ou de performance économique – à compter de la première consolidation), les investisseurs ont besoin de mesures financières de l'entreprise-cible antérieures à l'acquisition (chiffre d'affaires et résultat opérationnel) alors que ces informations ne sont le plus souvent pas disponibles (hormis si l'entreprise acquise est une société fournissant une information financière publique). Ces informations seraient plus pertinentes que les informations *proforma* actuellement requises par la norme IFRS 3.

La seconde problématique abordée par l'IASB dans son document de discussion est la pertinence du modèle de comptabilisation du *goodwill* post-acquisition (modèle d'amortissement ou modèle de dépréciation). Même si l'opinion préalable exprimée dans le document de discussion est de confirmer le modèle de dépréciation plutôt qu'un amortissement systématique du *goodwill*, l'IASB reconnaît que cette décision ne se fait

¹⁸⁴ Sur la bonne pratique en finance d'entreprise dans l'évaluation d'une entreprise-cible et la négociation du prix d'acquisition, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1. du Chapitre I.

qu'à une faible majorité¹⁸⁵. En revanche, deux méthodes alternatives ont été définitivement rejetées : une approche différenciée par composante du *goodwill* (certaines étant amorties, d'autres soumises à tests de dépréciation, d'autres éventuellement comptabilisées directement en charges) et la compensation immédiate du *goodwill* contre les capitaux propres. L'organe normalisateur international justifie son rejet de la première approche alternative en avançant deux arguments : une telle approche rend inutilement plus complexe la comptabilisation subséquente du *goodwill* ; elle apporterait en outre un fort degré de subjectivité, le *goodwill* ne pouvant être mesuré directement, donc ne pouvant être décomposé de manière fiable. L'organe normalisateur international confirme donc l'approche globale déjà exprimée outre-Atlantique (Johnson and Petrone, 1998). Cette approche globale consiste à analyser le regroupement d'entreprises dans son intégralité, en tant qu'investissement. Le regroupement d'entreprises répondant à la définition d'un actif, chaque élément de l'allocation du prix d'acquisition, dont l'écart résiduel lui-même, est une sous-catégorie d'actif¹⁸⁶. L'IASB rejette également la compensation immédiate du *goodwill* contre la valeur des capitaux propres, reconfirmant ainsi la nature activable de l'écart d'acquisition. Le document de discussion apporte cependant un élément nouveau : l'IASB propose en effet de présenter en lecture directe au bilan le montant des capitaux propres, *goodwill* exclus¹⁸⁷. Plusieurs considérations justifient cette décision. Tout d'abord, l'exposé-sondage de décembre 2019 relatif à la présentation des états financiers et informations à fournir en annexe propose la présentation de l'écart d'acquisition en lecture directe au bilan consolidé¹⁸⁸. En outre, cette présentation permettrait de mettre en évidence les structures bilantielles dans lesquelles l'écart d'acquisition a une valeur significative.

L'IASB ayant décidé de retenir le modèle de dépréciation, se pose alors la question d'une éventuelle simplification du test d'*impairment*. L'enjeu est ici de simplifier le modèle sans

¹⁸⁵ Sur quatorze membres de l'IASB, seulement huit membres se sont exprimé en faveur du maintien du modèle de dépréciation. L'IASB a considéré par conséquent avec beaucoup d'intérêt le retour des parties prenantes sur cette thématique durant la période de commentaires. ED/2020/1, par. 3.88-3.91.

¹⁸⁶ Pour une description détaillée de ces deux approches, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1.4 du Chapitre I.

¹⁸⁷ Cette présentation ne constitue pas un sous-total dans la rubrique « capitaux propres » mais une mention « en pied de rubrique » similaire à la présentation du résultat par action au compte de résultat. Un exemple illustratif est fourni dans le document de discussion. DP/2020/1, p.104-105.

¹⁸⁸ 2019 Exposure Draft, *General Presentation and Disclosures*, par. BC119.

qu'il perde de sa robustesse, étant entendu que le modèle de dépréciation présente déjà bien des limites, d'où le débat controversé autour de sa pertinence et sa fiabilité. Le document de discussion présente trois pistes de simplification : la fréquence du test, le calcul de la valeur d'utilité, ainsi que l'impact des futurs plans de restructuration sur cette dernière, et l'utilisation d'un taux d'actualisation après impôts.

Concernant la fréquence du test, considéré couteux et complexe, l'IASB fait écho aux parties prenantes à l'information financière en s'interrogeant sur la pertinence d'un exercice annuel obligatoire, d'autant que le *goodwill* ne peut être mesuré de manière directe mais seulement au niveau de l'unité génératrice de trésorerie auquel il est alloué. Cependant, même si la proposition préalable est de supprimer le test annuel obligatoire – non seulement pour le *goodwill* mais aussi pour les actifs incorporels encore non amortis ou à durée indéterminée – il reste à déterminer si cela doit se faire avec une réintroduction du modèle d'amortissement. La question du modèle d'amortissement apparaît en filigrane de ce questionnement et elle n'est pas tranchée, vu que six membres de l'IASB (sur un total de quatorze membres) estiment qu'une telle suppression ne peut se faire que si ces actifs sont amortis de manière systématique durant l'exercice. En effet, il semble contre-intuitif, au vu des lacunes connues du modèle d'*impairment*, d'en alléger encore ces exigences. Avec cette proposition préalable, la pertinence du modèle d'*impairment* repose surtout sur une liste solide et exhaustive des indices de pertes de valeur rendant obligatoires le test. Revoir ces critères est par conséquent indispensable en cas de test rendu non obligatoire sur base annuelle.

Le paragraphe 37 de la norme IAS 36 stipule que, lors de la détermination de la valeur d'utilité, les flux de trésorerie futurs doivent être estimés pour un actif dans son état actuel. Les estimations des flux de trésorerie futurs ne doivent donc pas inclure des flux de trésorerie résultant de plans de restructuration pour lesquels l'entreprise acheteuse n'est pas engagée, au sens de la norme IAS 37, Provisions, passifs éventuels et actifs

éventuels¹⁸⁹. Durant la revue post-adoption, certaines parties prenantes ont exprimé la difficulté que cela représente, ces restructurations générant des entrées et des sorties de trésorerie difficilement identifiables et séparables d'autres données budgétaires. L'IASB propose donc la suppression de cette restriction, non seulement pour les unités génératrices de trésorerie contenant un *goodwill*, mais plus généralement pour les actifs et groupes d'actifs dans le champ d'application de la norme IAS 36. La valeur d'utilité doit pouvoir tenir compte des flux de trésorerie attendus de restructurations futures, même si ces dernières ne sont pas encore engagées. L'IASB avance une analyse coûts / bénéfices afin de justifier cette position. Un autre argument, reposant sur les fondamentaux de finance d'entreprise, peut également appuyer cette approche. En effet, des synergies de coûts sont souvent attendues post-acquisition sur la base de plans de restructuration visant à supprimer le dédoublement de certaines fonctions hiérarchiques et réorganiser le modèle d'affaires autour des activités, fonctions et méthodes les plus agiles et les plus efficaces. Ces plans de restructuration constituent d'ailleurs le premier niveau de synergies réalisables à court terme et dont la probabilité de matérialisation est la plus élevée¹⁹⁰.

L'IASB propose également d'aligner le calcul de la valeur d'utilité sur les méthodes classiques d'évaluation d'entreprise, selon lesquelles les flux de trésorerie futurs sont exprimés après impôts et sont actualisés à un taux (le plus souvent le coût moyen pondéré du capital) mesuré sur une base également après impôts. Les dispositions comptables actuelles de la norme IAS 36 définissent explicitement les flux de trésorerie en tant que flux avant impôts, tout comme le taux d'actualisation, ce qui est une déconnexion (voire une incohérence) entre *reporting* financier et finance d'entreprise.

¹⁸⁹ La norme IAS 37 définit une restructuration en tant que « programme planifié et contrôlé par la direction, qui modifie de façon significative : (a) le champ d'activité d'une entité ; ou (b) la manière dont cette activité est gérée. » IAS 37, par. 10.

Les dispositions comptables relatives aux plans de restructuration sont décrites aux paragraphes 70-83 de la norme IAS 37.

¹⁹⁰ Pour une analyse détaillée des synergies attendues post-acquisition, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1.3. du Chapitre I.

La quatrième et dernière problématique abordée par l'IASB dans son document de discussion est la comptabilisation d'autres actifs incorporels acquis lors de regroupements d'entreprises. Cette thématique est également abordée outre-Atlantique lors de l'Invitation à commentaires soumise par le FASB en 2019. En effet, certaines parties prenantes interrogent la valeur informative de l'allocation du prix d'acquisition, la comptabilisation de manière séparée de certains actifs incorporels s'avérant complexe et donc couteuse. En effet, cette dernière repose le plus souvent sur des données non vérifiables et le plus souvent empreintes de subjectivité.

Après avoir considéré les divergences de vue, l'organe normalisateur international a décidé de ne proposer aucun changement aux dispositions comptables actuellement en vigueur. L'IASB reconfirme que l'allocation du prix d'acquisition repose sur l'identification de manière séparée d'actifs incorporels, d'autres actifs acquis et passifs assumés, mesurés à la juste valeur, le *goodwill* étant comptabilisé en tant qu'actif résiduel.

Chacune de ces thématiques, l'opinion préalable exprimée par l'IASB, et les modifications des dispositions comptables soumises à commentaires sont résumées dans le Tableau 5.

Tableau 5 : DP/2020/1 : Résumé des opinions préalables exprimées par l'IASB

Thématiques	Propositions (<i>preliminary views</i>) de l'IASB
Mentions à fournir en annexe	• Amendement du paragraphe B64(d) de la norme IFRS 3, la société acheteuse devant fournir en annexe les raisons stratégiques motivant l'acquisition et les objectifs de la direction (« principal décideur opérationnel de l'entité » au sens de la norme IFRS 8) justifiant la décision d'investissement • Nouvelles mentions en annexe, en date d'acquisition et de manière subséquente : ○ lors de l'exercice d'acquisition : les mesures de pilotage permettant de suivre les objectifs ci-dessus ○ en date d'arrêté (exercices post-acquisition) : la période durant laquelle les objectifs sont mesurés ; si ce pilotage n'est pas exercé ou si le pilotage cesse avant la fin du deuxième exercice suivant l'acquisition, les raisons d'un tel état de faits ; les nouvelles mesures de pilotage en cas de changements de ces dernières durant la période post-acquisition • Informations spécifiques quant aux synergies attendues du regroupement d'entreprises, incluant les coûts nécessaires à la réalisation de ces synergies en ligne avec les fondamentaux de finance d'entreprise appliqués lors de la détermination du prix payé • Amendement du paragraphe B64(q) de la norme IFRS 3, substituant au résultat net le « résultat opérationnel, net* des coûts d'acquisition et d'intégration » ; en outre, ces mentions en annexe doivent aussi inclure des données de trésorerie sous la forme de flux de trésorerie opérationnels
Modèle de comptabilisation du <i>goodwill</i> post-acquisition	• Retenir le modèle de dépréciation, sur la base du test tel que prescrit dans la norme IAS 36, même si le débat reste ouvert quant à une éventuelle réintroduction* du modèle d'amortissement (les retours des parties prenantes étant sur ce point particulièrement bienvenus) • En ligne avec les propositions de l'exposé-sondage requérant la présentation du <i>goodwill</i> en lecture directe au bilan, introduire en présentation bilantielle une mesure correspondant aux capitaux propres, <i>goodwill</i> exclus*
Simplification du test de dépréciation	• Rendre non obligatoire sur base annuelle le test de dépréciation – tant pour le <i>goodwill</i> que pour les actifs incorporels non amortis ou à durée indéterminée* • Renforcer la liste des facteurs indicateurs d'une perte de valeur • Réviser la norme IAS 36 et supprimer la restriction selon laquelle les flux de trésorerie (entrées et sorties) futurs résultant de restructurations encore non engagées doivent être exclus du calcul de la valeur d'utilité • Réviser la norme IAS 36 afin de supprimer la restriction selon laquelle la valeur d'utilité se calcule sur la base de flux de trésorerie avant impôts, dont la valeur actuelle nette est calculée sur la base d'un taux d'actualisation avant impôts
Autres actifs incorporels	• Pas de modification aux dispositions comptables en vigueur

* Propositions non retenues dans l'exposé-sondage publié en mars 2024. Ces propositions sont détaillées en Section 2 du Chapitre III.

Après avoir considéré les opinions exprimées par les répondants au travers de 193 lettres de commentaires¹⁹¹, l'IASB a reconfirmé son approche initiale et retient le modèle de dépréciation comme seul modèle de comptabilisation post-acquisition du *goodwill*. En effet, aucun élément ne vient démontrer une pertinence accrue du modèle d'amortissement. Cependant, l'IASB reconnaît un besoin pour des mentions complémentaires à fournir en annexe, notamment concernant la performance économique post-acquisition, incluant des analyses visant à comparer (et expliquer) les écarts entre les résultats de l'intégration et les synergies attendues en date d'acquisition. Ces informations doivent, selon l'organe normalisateur, renforcer la qualité de l'information fournie, post-acquisition, par la société acheteuse. En 2022, l'IASB ajoute à son programme de travail un projet y relatif, devant se concrétiser par un exposé sondage. Ce dernier est publié et soumis à commentaires des parties prenantes en mars 2024¹⁹².

Les revues post-adoption conduites pour les référentiels IFRS et US GAAP ont abouti à des conclusions et des pistes de réflexion comparables. La pertinence de la méthode de l'acquisition appliquée de manière obligatoire lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, ainsi que la pertinence du modèle d'*impairment* pour la comptabilisation post-acquisition du *goodwill*, sont confirmées tant par les utilisateurs des états financiers que par la recherche académique sur laquelle s'appuie notamment la revue post-adoption de la norme IFRS 3. Les principaux doutes formulés par les utilisateurs de l'information financière concernent l'objectif d'image fidèle, au vu du jugement professionnel nécessaire à la détermination de certains estimés, notamment l'évaluation de justes valeurs non vérifiables pour certains actifs incorporels et le test de dépréciation du *goodwill*. Les préparateurs des états financiers, quant à eux, insistent sur les difficultés rencontrées lors de l'allocation du *goodwill* sur les unités génératrices de trésorerie et l'évaluation de la valeur recouvrable de ces dernières lors du test de dépréciation.

¹⁹¹ IFRS Foundation, Staff Paper (Agenda Reference 18A). IASB Meeting, *Goodwill and Impairment – Overview of the feedback on the Discussion Paper*, March 2021. Disponible à l'adresse: [AP18A: Overview of the feedback on the Discussion Paper \(ifrs.org\)](https://www.iasb.org/Goodwill-and-Impairment/Overview-of-the-feedback-on-the-Discussion-Paper)

¹⁹² Les dispositions comptables proposées dans cet exposé-sondage sont décrites en détail en Section 2 du Chapitre III.

Les difficultés rencontrées par les utilisateurs et les préparateurs des états financiers sont confirmées par les organes de contrôle boursier, notamment dans les lettres de commentaires adressant les questions de la SEC à la revue de certains rapports annuels ; une part importante des éléments sur lesquels l'organe de contrôle américain demande régulièrement plus d'explications sont les estimés utilisés dans l'évaluation de la juste valeur de certains actifs incorporels et le test d'*impairment*, ou la part du *goodwill* dans l'allocation du prix d'acquisition.

Les organes de normalisation comptable international et américain ont répondu à ces inquiétudes en redéfinissant de manière plus stricte ce qu'est une entreprise. Ainsi, capital organisationnel (existence de procédés visant à transformer des entrants en sorties) et capital humain sont remis au centre de la définition d'une entreprise. Ce capital intangible doit exister à la date d'acquisition pour que la transaction soit comptabilisée comme un regroupement d'entreprises et puisse justifier l'inscription au bilan d'actifs incorporels et d'un écart résiduel, le *goodwill*, censé représenter ces éléments, difficilement mesurables ou séparables, du prix d'acquisition. Ceci est empiriquement confirmé par une forte concentration du *goodwill* sur certains secteurs et sur un nombre limité d'entreprises dont le poids en termes de capitalisation boursière est significatif (EFRAG, OIC, ASBJ, 2014).

Cependant, mis à l'épreuve des faits, les modèles comptables US GAAP et IFRS ne semblent pas toujours transcrire de manière fidèle et pertinente la réalité économique des acquisitions d'entreprise. On observe ainsi au niveau international, sur les principaux marchés, une augmentation continue des écarts d'acquisition mesurés sur la première décennie suivant l'adoption des nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises (ASBJ, 2015). Cette augmentation semble déconnectée des variations de capitalisation boursière. Le montant total du *goodwill* n'enregistre une baisse significative par comptabilisation de pertes de valeur qu'en période de crise financière ou de retournement de cycle économique, laissant présager une surévaluation de l'actif malgré l'application du modèle d'*impairment*. En outre, même en cas de baisse de la capitalisation boursière, la valeur du *goodwill* reste élevée ou stable. Enfin, alors qu'en application de l'objectif de pertinence, on s'attendrait à ce que l'écart entre valeur comptable des capitaux

propres et valeur boursière s'amenuise, une augmentation de la part de valeur boursière non comptabilisée au bilan est observée (EFRAG, OIC, ASBJ, 2014).

La revue post-acquisition a également donné lieu à des recherches menées des deux côtés de l'Atlantique par les organes normalisateurs, soit conjointement, soit en parallèle (ASBJ, EFRAG, IASB, FASB, OIC pour ne citer que les plus importants). Dans la plupart des cas, le coût que représentent les nouveaux modèles comptables pour les préparateurs des états financiers et leurs auditeurs reste élevé, et ce en dépit des amendements nés de la revue post-acquisition visant à les simplifier ou les assouplir. En outre, le retour positif des utilisateurs de l'information financière est à nuancer : les pertes de valeur reconnues sur les écarts d'acquisition restent des charges considérées comme non-récurrentes, souvent neutralisées dans les communiqués financiers par l'utilisation de mesures *non-GAAP* (U.S. Securities and Exchange Commission, 2019)¹⁹³.

Aux Etats-Unis, la revue post-adoption a donné lieu à des modèles de comptabilité différenciés, selon que l'entreprise acheteuse est une société cotée ou une société non cotée. Le modèle d'amortissement du *goodwill* est réintroduit pour les sociétés ne faisant pas d'appel public à l'épargne, et les modalités de comptabilisation considérablement assouplies. En revanche, les dispositions comptables en vigueur ont été définitivement reconfirmées par le FASB en 2022. Le débat semble clos outre-Atlantique, même si l'organe normalisateur américain reste attentif aux développements internationaux, par souci de comparabilité avec le référentiel international. Pour ce dernier, les regroupements d'entreprises restent un sujet d'étude central. La revue post-adoption de la norme IFRS 3 a couvert des thématiques semblables à la revue US GAAP, mais les instances internationales ont poursuivi la recherche au travers d'un document soumis à discussion en 2020 et sur lequel l'IASB s'est positionné d'abord en 2022, suite à la revue des lettres de commentaires reçues, puis en mars 2024, avec la publication d'un exposé-sondage. Le modèle de dépréciation est confirmé. Il est cependant nécessaire de renforcer les informations à fournir en périodes subséquentes, quant à la performance post-acquisition et la réalisation des synergies attendues lors de l'acquisition. En effet, les synergies payées

¹⁹³ SEC Financial Reporting Manual, Topic 8, Section 101, Business Combination Transactions.

constituent une composante substantielle du *goodwill*, et les avantages économiques futurs attendus de ces synergies doivent justifier la valeur du *goodwill* reconnu en tant qu'actif en date d'acquisition.

1.4 Synthèse de l'étude historique du cadre théorique et normatif relatif aux regroupements d'entreprises

Le cadre théorique des acquisitions d'entreprises s'ancre dans les fondamentaux de finance d'entreprise qui justifient, pour les groupes poursuivant une stratégie de croissance non-organique, les acquisitions d'entreprises. Une acquisition d'entreprise est un investissement stratégique, le plus souvent présentant un niveau de risque plus élevé qu'un investissement classique (par exemple par un investissement direct à l'étranger ou sous forme de croissance organique). Cependant, le risque étant plus élevé, la rentabilité attendue n'en est que plus grande, grâce notamment aux synergies attendues lors de l'intégration de l'entreprise acquise. Ces synergies sont de trois ordres (Tableau 1) : des synergies de revenus, des synergies de coûts, et des synergies financières et de gestion. Une cartographie des synergies (Figure 5) permet de définir les niveaux de synergies étant réalisables en fonction de leur probabilité de succès. Les synergies réalisables à court terme et dont la concrétisation est plus aisée sont les synergies de coûts par la suppression de fonctions dupliquées ou le lancement de plans de restructuration visant à redéfinir l'organisation autour des fonctions, des procédés et des méthodes les plus efficaces et agiles. Les deux derniers niveaux de synergies, à savoir la vente de produits, existants ou nouveaux, au travers de nouveaux canaux de distribution ou de marché, ne doivent pas être pris en compte lors de l'évaluation de l'entreprise à acquérir car, au vu de l'horizon temporel, leur probabilité de succès est faible. Ainsi, la bonne pratique exige que l'entreprise-cible soit évaluée telle qu'elle est en date de négociation, et non telle qu'elle pourrait être, même dans un futur proche, grâce à de nouveaux investissements.

Il existe donc deux risques majeurs inhérents aux acquisitions d'entreprises. Le premier risque a trait à la détermination du prix payé. Ce dernier est en effet le résultat d'un processus d'évaluation complexe, pour lequel il y a asymétrie d'information entre acheteur et vendeur, avec un risque d'erreur dans l'estimation tant de la valeur de l'entreprise prise

séparément que dans l'estimation des synergies attendues, et où des compétences spécifiques sont convoquées : maîtriser les techniques de négociation (Fernandes, 2014), résister à certains biais cognitifs tels que l'*hubris* (Roll, 1986) ou l'*empire building* (Morck *et al.*, 1990). Ainsi, dès la phase de négociation, le prix payé peut contenir un surpris. Lors de la transcription comptable du regroupement d'entreprises, ce surpris se lit dans le *goodwill* (Figure 7). Le deuxième risque porte sur la phase d'intégration car les synergies attendues (et payées) peuvent ne pas se réaliser comme prévu en phase de négociation, la réalité post-acquisition se révélant plus ardue ou les efforts d'intégration insuffisants. Ainsi, les recherches en finance d'entreprise tendent à montrer que le risque de surpris est élevé et que les opérations de fusions-acquisitions détruisent de la valeur (Fernandes, 2014).

Avec l'application de la méthode d'acquisition en comptabilisation initiale et du test de dépréciation en date d'arrêté sur le *goodwill*, les fondamentaux de finance d'entreprise sont prégnants dans la transcription comptable des acquisitions d'entreprises. L'existence d'un *goodwill* se justifie par la définition même d'une entreprise par laquelle l'existence d'un procédé substantiel (capital organisationnel) et une main d'œuvre assemblée (capital humain) justifie que la valeur d'une entreprise prise dans sa globalité soit supérieure à la somme des différents actifs qui la composent. En outre, la valeur du *goodwill* doit inclure les synergies attendues en phase d'intégration. Même si les organes normalisateurs reconnaissent que certaines composantes du *goodwill* peuvent ne pas répondre à la définition d'un actif, tels qu'un surpris ou d'éventuelles erreurs d'appréciation dans l'évaluation du prix d'acquisition (Johnson and Petrone, 1998), tant le FASB que l'IASB concluent que ces éléments ne sont pas connus ou mesurables en date d'acquisition et ne peuvent donc être exclus de la valeur du *goodwill* lors de sa comptabilisation initiale. En revanche, le test d'*impairment* a pour but de réinterroger le regroupement d'entreprises (et plus spécifiquement le caractère recouvrable de tout ou partie du *goodwill*), en phase d'intégration post-acquisition.

L'analyse historique du cadre normatif présentée dans cette section reprend les différentes phases du projet visant à repenser, pour le normalisateur américain comme pour son

homologue international, les modèles de comptabilisation d'un regroupement d'entreprises, *goodwill* inclus, en date d'acquisition et en date d'arrêté. La revue historique débute en 1996 aux Etats-Unis lorsque le FASB reprend son projet de refonte normative au vu de l'essor des transactions de fusions-acquisitions et les enjeux posés par l'application de la méthode dite de mise en commun d'intérêts. L'analyse historique se nourrit notamment de manière circonstanciée des auditions et délibérations publiques organisées au début des années 2000 devant la commission spécifique du Sénat américain, où différents représentants des instances normatives, gouvernementales, membres de la société civile (dirigeants d'entreprises, associations professionnelles) sont invités à intervenir ou témoigner. Cette revue permet de considérer dans quelle mesure ces éléments d'ordre politique ont influencé les conclusions normatives telles qu'éditées en 2001 pour le référentiel comptable américain (Ramanna, 2008). Au travers de cette analyse, il semble que l'adoption du modèle de dépréciation en lieu et place du modèle d'amortissement pour le *goodwill* soit étroitement liée à la suppression de la méthode de la mise en commun d'intérêts. Avec l'application obligatoire de la méthode d'acquisition, les organes normalisateurs donnent la primauté à une lecture bilantielle du regroupement d'entreprises, au risque de permettre un comportement opportuniste des préparateurs des états financiers, au vu des estimations et données non vérifiables de juste valeur utilisées tant en comptabilisation initiale lors de l'allocation du prix d'acquisition qu'en date d'arrêté, lorsque le test de dépréciation réinterroge l'écart résiduel de cette dernière reconnu en tant qu'actif, à savoir le *goodwill*.

Cette analyse révèle également un possible décalage entre préparateurs et utilisateurs des états financiers dans la définition et l'application de ce qui n'a alors pas encore fait l'objet de dispositions normatives spécifiques, à savoir, la mesure de la juste valeur. Cette dernière est pourtant au cœur de la méthode d'acquisition et la détermination non seulement de la valeur du *goodwill* en tant qu'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, mais également des actifs acquis comptabilisés séparément et qui restent des éléments générant post-acquisition des charges d'amortissement potentiellement conséquentes. Enfin, malgré les inquiétudes exprimées par les représentants des instances normatives américaines, au premier rang duquel le Président du FASB, relativement peu d'informations à fournir en

annexe des états financiers quant aux avantages économiques attendus du regroupement d'entreprises, au premier rang desquels les synergies payées, ne sont exigées.

La revue historique se poursuit avec la deuxième phase du projet de refonte, menée conjointement entre le FASB et l'IASB, dans une perspective de convergence internationale afin d'améliorer les modèles comptables existants. Les normes FAS 141 et FAS 142 pour le référentiel américain et les normes IFRS 3 et IAS 36 pour le référentiel international, réaffirment, dans leur version révisée, le *goodwill* comme un actif à part entière. La juste valeur reste l'unité de mesure tant de la méthode d'acquisition en comptabilisation initiale que du modèle d'*impairment* applicable au *goodwill* post-acquisition. La révision des normes s'ancre également dans une définition plus précise de ce qu'est une entreprise (*business*), afin de laisser hors champ d'application de ces normes les transactions n'incluant pas un *goodwill*. Cette phase de révision apporte deux changements majeurs dans le référentiel américain : la comptabilisation en tant qu'actif incorporel des projets de recherche et développement acquis (*in-process R&D*) et la comptabilisation en charges de l'exercice d'éventuelles provisions pour restructuration décidée par l'acquéreur à la suite du regroupement d'entreprises.

Pour le référentiel américain, la revue post-acquisition est conduite dans une approche coûts / bénéfices. Elle s'est donc conclue par des dispositions comptables différenciées entre sociétés cotées et sociétés non cotées. Pour ces dernières, les dispositions comptables sont considérablement assouplies, avec notamment, pour le *goodwill*, la réintroduction du modèle d'amortissement, sur une durée maximale de dix ans, comme choix de politique comptable alternative au modèle d'*impairment*, ainsi que la simplification de l'allocation du prix d'acquisition, avec la possibilité de ne pas comptabiliser certains actifs incorporels séparément du *goodwill*. Les modifications normatives applicables aux sociétés cotées s'appliquent moins à remettre en cause la pertinence et l'utilité informative des modèles comptables en vigueur qu'à en clarifier ou simplifier l'application, notamment en relation avec le modèle d'*impairment*. Comme au début du millénaire avec les débats autour de la mise en commun d'intérêts, cette approche différenciée selon les modes de financement de l'entreprise (sociétés cotées et sociétés non cotées) ouvre une brèche conceptuelle en

termes de pertinence et comparabilité dans la transcription comptable d'une même réalité économique. Cette situation relance le débat outre-Atlantique pour les sociétés cotées avec notamment l'Invitation à commentaires lancée en 2019 par le FASB, pour laquelle une centaine de réponses ont été reçues, et consultées dans le cadre de cette revue historique et normative. Alors que les avis sur une réintroduction (même sous forme de choix de politique comptable) du modèle d'amortissement pour le *goodwill* restent mitigés, une claire majorité de répondants s'opposent à la comptabilisation de certains actifs en tant que composantes du *goodwill*.

A la différence de son homologue américain, qui décide en 2022 d'abandonner toute discussion autour des thématiques relatives aux regroupements d'entreprises et au *goodwill*, l'IASB poursuit, une fois la revue post-adoption terminée, son projet de recherche, jusqu'à la publication en mars 2024 d'un exposé-sondage en vue d'une future révision des normes IFRS 3 et IAS 36. L'exposé-sondage propose de nouvelles dispositions relatives aux informations à fournir en annexe quant à la performance post-acquisition des regroupements d'entreprises, notamment en termes de synergies attendues, payées, et *in fine*, réalisées durant la phase d'intégration. Sur la base des recherches académiques conduites sur le sujet, l'IASB confirme le modèle d'*impairment* applicable au *goodwill*, même si l'organe normalisateur international interroge l'écart constaté et non expliqué entre les conclusions de l'état de la recherche suggérant une supériorité du modèle de dépréciation et les doutes exprimés par les utilisateurs et préparateurs des états financiers quant à la fiabilité du modèle, dû principalement au caractère non vérifiables des estimés et postulats utilisés dans le test d'*impairment*.

L'organe normalisateur américain reste vigilant aux éventuelles modifications normatives portées par le projet de recherche international. Cependant, aucun débat n'est ouvert outre-Atlantique quant au renforcement des mentions en annexe relatives à la performance post-acquisition du regroupement d'entreprises, alors que l'étude historique conduite dans cette thèse soulève l'importance de mentions obligatoires en annexe, dans l'esprit de ce que préconisait le Président du FASB en 2000 lors des délibérations autour des nouvelles dispositions comptables à adopter, afin de renforcer les modèles comptables (méthode

d'acquisition et test d'*impairment*) face à l'asymétrie d'information existant entre préparateurs et utilisateurs de l'information financière : exiger de chaque entreprise acheteuse qu'elle documente les synergies payées et, plus généralement, les perspectives de performance économique attendue du regroupement d'entreprises, pour que les investisseurs soient en mesure de comparer ces perspectives en comptabilisation initiale avec la performance réelle post-acquisition, en date d'arrêt, durant la phase d'intégration.

2 Etat de la recherche

L'état de la recherche présenté dans cette section est construit autour de l'argument avancé par Kanodia *et al.* (2005), selon lequel, en normalisation comptable, un niveau d'imprécision est nécessaire afin d'accroître la valeur informative des modèles comptables appliqués. Cet argument théorique présente en effet l'avantage de circonscrire la revue de la littérature, en résumant sous une problématique commune l'essentiel des recherches sur la pertinence et la fiabilité des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises selon le référentiel comptable américain et le référentiel international d'information financière, et plus précisément, sur l'utilité informative du *goodwill*.

Cet état de la recherche reprend au paragraphe 2.1 les principaux travaux traitant de la comptabilisation initiale selon la méthode d'acquisition, en s'interrogeant sur la valeur informative du *goodwill* en tant qu'actif, l'allocation du prix d'acquisition et l'utilité de l'information à fournir en annexe aux états financiers. Cette revue de la littérature présente ensuite au paragraphe 2.2 les travaux académiques abordant les problématiques comptables post-acquisition, en analysant la valeur prédictive et/ou de confirmation des différents modèles comptables appliqués au *goodwill*, et plus précisément du modèle du test d'*impairment*, dont est attendue une valeur informative accrue. Une revue de la littérature traitant plus spécifiquement des coûts d'intégration est présentée au paragraphe 2.3. Le paragraphe 2.4 propose une synthèse de l'état de la recherche.

L'état de la recherche académique présenté dans cette section est volontairement limité aux travaux relatifs aux dispositions comptables US GAAP et IFRS. Le champ de la revue est

élargi à d'autres référentiels nationaux lorsque les articles de recherche abordent des analyses comparées, notamment lors de première adoption (dans le cadre par exemple de l'adoption du référentiel international au sein de l'Union Européenne) ou lorsque l'approche s'avère originale ou préexistante à l'approche méthodologique appliquée aux études empiriques présentés au Chapitre II et au Chapitre III de cette thèse.

2.1 Comptabilisation initiale des regroupements d'entreprises : revue de la littérature

Ce paragraphe présente la revue de la littérature relative à la comptabilisation en date d'acquisition du *goodwill*, en application de la méthode d'acquisition. Dans une réflexion plus large, les instances normatives internationales doivent instaurer dans leur choix de normalisation comptable un savant et fragile équilibre entre deux objectifs principaux : pertinence (*value relevance*) et vérifiabilité (*reliability*). Cependant, la recherche d'un plus fort degré de pertinence peut se faire au détriment de la vérifiabilité de l'information comptable (Scott, 2014). De cet équilibre optimal dépend la qualité et l'utilité de l'information financière. Avec la méthode d'acquisition et l'allocation du prix d'acquisition sur la base de la juste valeur des actifs acquis et des passifs assumés, la comptabilisation initiale d'une acquisition d'entreprise semble plus pertinente que la mise en commun d'intérêts, cette dernière ayant pour principal inconvénient de laisser une grande partie de la valeur de l'entreprise acquise hors-bilan, alors que cette valeur se lit dans le prix payé par l'acquéreur et dans sa valeur boursière, le cas échéant. Cependant, l'évaluation de la juste valeur inhérente à l'allocation du prix d'acquisition repose le plus souvent sur des données non vérifiables et non directement observables sur des marchés existants ou des marchés suffisamment liquides. C'est notamment le cas des ressources dites immatérielles, qui constituent pourtant une part croissante des actifs acquis (Li and Sloan, 2017). On retrouve ce même dilemme en périodes subséquentes à l'acquisition, dans l'évaluation du *goodwill* en date d'arrêté. Les dispositions comptables US GAAP et IFRS embrassent, à la recherche d'un degré de pertinence accru, un modèle de test d'*impairment* annuel au détriment de la vérifiabilité jusqu'alors permise par l'amortissement systématique sur une période considérée cependant comme arbitraire (Johnson and Petrone, 2000).

« Dans un bilan, il n’y a que la date qui n’implique pas un jugement » (Véron *et al.*, 2004)¹⁹⁴. L’incertitude liée aux estimations et hypothèses utilisées dans la préparation des états financiers est une caractéristique première de l’information financière. L’objectif d’image fidèle (*representational faithfulness*) posé par la normalisation comptable requiert non seulement que l’information financière représente une transaction existante, mais également que cette transcription comptable reflète aussi fidèlement que possible le phénomène économique qu’elle est censée représenter. Cependant, pour être utile, l’information financière doit également décrire et expliciter de manière suffisamment détaillée les estimés et postulats utilisés afin de permettre aux utilisateurs des états financiers d’en évaluer aussi finement que possible le degré d’incertitude.

Au-delà de l’utilisation d’estimés inhérente à l’information financière, certaines dispositions comptables laissent aux préparateurs des états financiers une certaine latitude dans leur application. Cette discrétion peut engendrer deux situations opposées (Johnson and Revsine, 1988). Par leurs choix comptables, les préparateurs des états financiers fournissent une information interne concernant les flux de trésorerie futurs, ce qui sert l’objectif de pertinence. Les dirigeants peuvent au contraire montrer un comportement opportuniste en privilégiant les choix comptables « discrétionnaires » leur permettant par exemple de réduire certaines charges ou retarder leur comptabilisation.

Dans des conditions idéales de *reporting*, où le système d’information comptable est totalement fiable et le marché parfaitement efficient, l’information est supposée circuler de manière parfaite. Il n’existe pas d’asymétrie d’information entre les préparateurs (dirigeants) et utilisateurs (investisseurs) de l’information financière. La détermination du coût du capital, l’allocation de ressources sur les investissements internes à l’entreprise et la mesure de la création de valeur attendue de ces investissements se feraient à un niveau optimal. Il serait donc tout à fait concevable de penser que cette situation correspond à un état de nature idéal. Kanodia *et al.* (2005) défendent l’hypothèse inverse, pourtant contre-

¹⁹⁴ “On a balance sheet everything except the date involves a judgment”, Roman L. Weil (University of Chicago – Booth School of Business), cité en français dans Véron, Nicolas, Autret, Mathieu et Galichon, Alfred, 2004. *L’information financière en crise : comptabilité et capitalisme*. p.75.

intuitive. Un niveau raisonnable « d'imprécision » dans l'évaluation comptable d'un certain nombre d'investissements est nécessaire pour renforcer la valeur informative des données comptables sur le marché des capitaux, dont on ne peut nier l'asymétrie d'information. On retrouve ici l'arbitrage entre fiabilité et pertinence, et la première perspective envisagée par Johnson and Revsine (1988). La démonstration de Kanodia *et al.* (2005) repose sur deux hypothèses fondamentales. Tout d'abord, il n'existe pas de coûts d'agence, les dirigeants sélectionnant les investissements dans la perspective d'une maximisation de la valeur actionnariale. En outre, l'incitation à investir de la part des dirigeants dépend de la manière dont les investisseurs perçoivent et évaluent ces investissements, sur la base des données comptables et financières disponibles. La caractéristique première des évaluations comptables est leur imprécision, la représentation comptable ne pouvant parfaitement retranscrire la complexité des phénomènes économiques. Cette imprécision est plus critique sur certains investissements, tels que les actifs incorporels ou les écarts d'acquisition, due à la difficulté pour ces actifs de séparer leur valeur bilantielle des flux de trésorerie futurs qu'ils représentent. On retrouve ici un argument avancé par les partisans de l'évaluation par les flux et non par les stocks (Penman, 2009)¹⁹⁵. Cependant, les utilisateurs des états financiers, dans leur évaluation des avantages économiques futurs attendus de ces investissements, se trouvent eux-mêmes en situation d'asymétrie d'information. Le fait qu'ils n'ont pas accès directement à l'information interne à l'entreprise – information dont disposent les dirigeants – les met en position d'« ignorance », pour reprendre le vocable utilisé par Kanodia *et al.* (2005). Ici encore, le *goodwill*, et ses différentes composantes, se prête à cette analyse : à quoi correspond en effet l'écart résiduel constaté sur l'allocation du prix d'acquisition et quels sont les éléments qui composent la prime de contrôle payée ? Contient-il un surpris éventuel, ou des erreurs d'appréciation dans les synergies attendues lors de l'intégration ?

Kanodia *et al.* (2005) avancent l'argument suivant : tolérer un niveau raisonnable d'imprécision dans l'évaluation comptable des investissements (*reliability*) permet

¹⁹⁵ “Most intangible assets are not stand-alone assets that can be valued on a balance sheet independently of other assets; rather, their value comes from producing cash flow streams jointly with other assets.” Penman (2009). p. 3.

d'accroître la valeur informative (*value relevance*) des données comptables et financières. Imprécision et ignorance sont pour les auteurs intrinsèquement liées. L'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux est un fait et une information financière présentant un niveau nul d'imprécision crée une situation non optimale où les investisseurs cherchent à lire dans des montants d'investissements élevés un signal positif quant à la rentabilité future attendue de ces investissements. Le comportement rationnel des agents (dirigeants) leur permet de détecter ce signal positif, les incitant ainsi à surinvestir ce qui, à long terme, détruit de la valeur. Ce cas de figure peut ainsi expliquer certains phénomènes de bulles spéculatives, l'accroissement des opérations de fusions-acquisitions en taille et en volume, du poids croissant des actifs incorporels, *goodwill* inclus, dans le bilan des entreprises, alors que se creuse l'écart entre valeur comptable des capitaux propres et capitalisation boursière. De même, l'élimination totale de toute asymétrie d'information ne permet pas non plus d'atteindre un équilibre optimum. En effet, si les investisseurs détenaient le même niveau d'information que les dirigeants, et dans l'hypothèse axiomatique qu'il n'y a pas de coûts d'agence, cette situation d'information parfaite rendrait l'information financière complètement inutile, incitant les agents à sous-investir.

Dans cette logique, les organes normalisateurs, conscients des multiples imperfections des nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, jugent ce niveau « d'imprécision » nécessaire afin d'accroître l'utilité informative des états financiers, notamment au travers des mentions en annexe. Selon Kanodia *et al.* (2005), il est préférable, au vu des imperfections constatées dans la représentation comptable, que les préparateurs des états financiers puissent exercer un degré de jugement professionnel suffisant, au risque d'alimenter l'asymétrie d'information. Les organes normalisateurs font donc le pari que les préparateurs des états financiers mettent à profit ces imperfections normatives pour fournir aux utilisateurs des états financiers une information visant à combler l'asymétrie d'information existante, et non développer des comportements opportunistes.

2.1.1 Utilité informative du *goodwill* en tant qu'actif

Plusieurs travaux cherchent à montrer avant l'adoption des nouvelles dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprise que l'écart d'acquisition constitue un actif et que sa valeur est incluse dans la valeur de marché de l'acquéreur (Barth and Clinch, 1996 ; Jennings *et al.*, 1996 ; Vincent, 1997 ; Henning *et al.*, 2000). Ces études observent en effet une association positive entre le *goodwill* comptable et la valeur de marché des capitaux propres de l'acquéreur¹⁹⁶. Les résultats de l'étude de Jennings *et al.* (1996) suggèrent, sur un échantillon d'entreprises américaines et une période s'étendant de 1982 à 1988, que les participants de marché intègrent dans la valeur de l'action de ces entreprises les avantages économiques futurs associés au *goodwill*. En revanche, bien que leur fiabilité soit ici plus fragile, ces résultats suggèrent aussi que pour beaucoup de firmes, la valeur de l'écart d'acquisition ne se réduit pas avec le temps, justifiant ainsi la pertinence du modèle d'*impairment* plutôt que d'un amortissement linéaire, dès lors que les coûts d'agence sont maîtrisés.

Dans leur état de la recherche sur la comptabilisation du *goodwill*, ses effets et les différences nationales dans l'adoption de ces dispositions comptables, D'Arcy and Tarca (2018) relèvent que la recherche académique tend à montrer l'association entre valeur du *goodwill* et valeur des capitaux propres, en mesurant la valeur de la firme soit sur la base du cours de l'action, soit du rendement boursier. Burger and Wen (2021) choisissent quant à eux de tester la pertinence informative du *goodwill* avant et après l'adoption de la norme FAS 142 à partir de deux autres éléments : les actifs immobilisés autres que les écarts d'acquisition d'une part, et à partir d'autres sources d'information comptable. Considérant que la nature même du *goodwill* rend ardu tout test empirique, Burger and Wen (2021) choisissent de mesurer la pertinence informative de cet actif sur la base de deux *benchmarks* : une analyse à partir d'autres informations comptables disponibles et utilisées par les participants de marché, et une analyse « à la marge » qui cherche à mesurer la valeur informative du *goodwill* par rapport à d'autres actifs immobilisés. Burger and Wen (2021)

¹⁹⁶ Holthausen and Watts (2001), ainsi qu'Elbakry *et al.* (2017) abordent une approche critique des méthodes empiriques visant à montrer la pertinence sur la base de l'association entre valeurs comptables et valeurs boursières.

formulent en effet l'hypothèse selon laquelle, en raison du caractère « spéculatif » du *goodwill* (Penman, 2009), les participants de marché utilisent d'autres informations comptables pour confirmer sa valeur. Ainsi, dans le cas où la valeur informative du *goodwill* est plus forte post-adoption que la valeur informative d'autres informations comptables disponibles (telle que mesurée pré- et post-adoption), alors l'objectif affiché par l'organe normalisateur lors de la publication de la norme FAS 142 est rempli. Une analyse similaire est conduite avec cette fois l'actif immobilisé corporel pris comme *benchmark*. Burger and Wen (2021) testent ces hypothèses sur un échantillon de 56 002 observations, dont 22 577 observations (correspondant à 4 830 firmes) sur la période pré-adoption s'étalant de 1988 (première année où les données relatives au *goodwill* sont disponibles sur Compustat) à 2001 ; et 33 425 observations (soit 4 591 firmes) post-adoption (sur la période allant de 2002 à 2017). Sur la base de cette approche méthodologique, les résultats empiriques obtenus suggèrent que la valeur informative du *goodwill* s'est accrue après l'adoption de la norme FAS 142, tant en comparaison d'autres informations comptables disponibles que par rapport à d'autres composantes de l'actif immobilisé.

Les rendements boursiers lors de l'annonce d'opérations de fusions-acquisitions fournissent une information pertinente et fiable quant aux chances de succès de l'intégration (Mitchell and Lehn, 1990 ; Kaplan and Weisbach, 1992 ; Kaplan, 2006). Sur cette base, Yehuda *et al.* (2017) s'intéressent à la valeur du *goodwill* lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises en application des nouvelles dispositions comptables US GAAP, avec pour objectif de déterminer si une partie du *goodwill* reconnu sur 2 123 acquisitions d'entreprise conclues entre 2002 et 2006 correspond à un surpris. Lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, ce surpris, mis en évidence par une réaction négative des participants de marché à l'annonce de l'acquisition, ne devrait pas être inscrit à l'actif du bilan. Yehuda *et al.* (2017) remarquent en effet en préambule de leur étude que le montant du prix payé résulte non seulement de l'évaluation des synergies attendues du regroupement d'entreprises, mais aussi des capacités de négociation de l'acquéreur. Ainsi, pour une transaction comparable, un mauvais négociateur pourrait payer un montant élevé censé correspondre à des

synergies attendues élevées, et reconnaître ainsi un *goodwill* significatif, alors qu'un bon négociateur aura payé un *goodwill* moindre, non parce que les attentes en termes de synergies sont plus faibles, mais parce que ses talents de négociateur lui ont permis de minimiser le prix payé. La comparabilité de l'information financière résultant de cette transaction théorique en sort donc affaiblie. Sur la base de ces considérations, Yehuda *et al.*, (2017) notent que pour 41% des transactions observées, la réaction du marché est négative, alors que l'intégralité de l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition est reportée à l'actif du bilan en tant que *goodwill*. En corrigeant – ajustement à la baisse lorsque la perception du marché est négative et ajustement à la hausse lorsqu'elle est positive – le montant du *goodwill* tel que reporté pour refléter ainsi sa valeur économique, Yehuda *et al.* (2017) observent une amélioration de la valeur prédictive du *goodwill*.

Olante (2013) confirme ces résultats sur un échantillon de 929 acquisitions conclues par des firmes américaines cotées entre 1999 et 2007. Olante (2013) utilise pour cela un modèle prédictif proche de celui de Hayn and Hughes (2006)¹⁹⁷ et relève qu'environ 40% des charges de dépréciation sur *goodwill* composant l'échantillon sont prévisibles sur la base d'indicateurs de surprise présents en date d'acquisition. Comme dans le cas précédent, l'écart d'acquisition est pourtant inscrit dans son intégralité à l'actif du bilan lors de la comptabilisation initiale, et ce malgré les indicateurs de surprise. Olante (2013) observe également une association positive et significative entre le paiement d'une partie du prix d'acquisition en actions et les charges de dépréciation comptabilisées post-acquisition. La même association est observée entre pertes de valeur et poids significatif du *goodwill* dans l'allocation du prix d'acquisition.

Li and Sloan (2017) relèvent la concomitance entre élimination du modèle d'amortissement pour le *goodwill* et élimination de la mise en commun d'intérêts. Li and Sloan (2017) y voient le risque d'une comptabilisation agressive visant à différer la dépréciation du *goodwill* jusqu'à ce que la perte de valeur devienne flagrante. Cela peut conduire à une

¹⁹⁷ Le modèle prédictif et les éléments principaux de l'étude de Hayn and Hughes (2006) sont présentés au paragraphe 2.1.3. de cette section.

surévaluation des actifs tant en comptabilisation initiale qu'en date d'arrêté, ainsi que des résultats reportés post-acquisition, ces derniers n'incluant pas les charges de dépréciation nécessaires à une évaluation pertinente du *goodwill*, notamment si ce dernier contient un surprix. Si les participants de marché ne détectent pas une telle surévaluation, les cours boursiers sont à leur tour surévalués, générant sur les marchés de capitaux une allocation de ressources moins efficiente. Li and Sloan (2017) observent que les participants de marché surestiment la valeur des firmes reportant un niveau de *goodwill* élevé en application de la norme FAS 142.

Ces éléments de recherche empirique rejoignent les commentaires reçus par les organes normalisateurs dans le cadre du projet de recherche sur l'évaluation des écarts d'acquisition et des actifs incorporels¹⁹⁸ (FASB, 2019). Les utilisateurs des états financiers expliquent ainsi que les pertes de valeur reportées sur *goodwill* n'ont aucune valeur prédictive. Ces dépréciations n'ont au mieux qu'une utilité confirmative, à la lumière d'autres données comptables ou financières, telles que les flux de trésorerie. Ces participants de marché soulignent surtout le décalage entre l'existence des premiers indicateurs de dépréciation, observables bien avant que l'entité reconnaisse une perte de valeur sur *goodwill*, et la comptabilisation de cette dernière, bien plus tardive. Enfin, c'est moins le montant de la charge de dépréciation qui est utile aux utilisateurs de cette information que l'existence même d'une perte de valeur. Cette utilité tend à diminuer lorsque la perte de valeur est comptabilisée plusieurs années après l'acquisition. Ces éléments semblent donc interroger la comptabilisation initiale du *goodwill* en tant qu'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition.

2.1.2 Valeur informative de l'allocation du prix d'acquisition

La méthode d'acquisition consiste à allouer le prix payé, évalué à la juste valeur, en identifiant et mesurant également à la juste valeur les actifs acquis et les passifs assumés. Certains de ces éléments sont déjà présents dans le bilan de la société acquise ; il s'agit alors de reconnaître en consolidation les écarts d'évaluation, nets d'impôts différés,

¹⁹⁸ Pour une description détaillée de ces travaux, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.2. du Chapitre I.

correspondant à la différence entre valeur comptable et juste valeur. D'autres éléments du regroupement d'entreprises doivent être reconnus séparément dès lors qu'ils répondent à la définition d'un actif ou d'un passif, et ce même s'ils ne sont pas reportés dans le bilan d'ouverture de la société acquise. Il s'agit notamment d'actifs incorporels – tels que les projets de R&D en cours (*IP R&D*), la relation-clientèle, une marque – ou des passifs éventuels¹⁹⁹. Les éléments qui ne peuvent être comptabilisés séparément sont inclus dans l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition, augmentant ainsi la valeur du *goodwill*.

Certains travaux s'intéressent donc au caractère discrétionnaire des dispositions comptables relatives à l'allocation du prix d'acquisition, tant en US GAAP qu'en IFRS. Pour le référentiel américain, Akbulut *et al.* (2014) observent, sur la base d'un échantillon composé de 433 observations correspondant à des acquisitions conclues entre 2003 et 2011, que les dirigeants entrent dans un niveau anormalement élevé de transactions *inside trading* (ventes d'actions à titre privé ou exercice d'instruments en capitaux propres) quelques mois avant l'annonce de nouvelles acquisitions. Les auteurs émettent l'hypothèse selon laquelle ce comportement est motivé par la détention d'information privée sur la transaction. Akbulut *et al.* (2014) observent une association négative entre performance post-acquisition et le surpris mesuré sur ces transactions (sur un échantillon réduit à 323 observations exploitables). Ceci confirme non seulement leur hypothèse mais aussi le fait que le surpris est un indicateur prédictif des performances futures attendues du regroupement d'entreprises. Akbulut *et al.* (2014) remettent donc en cause le postulat du FASB selon lequel les dirigeants n'ont pas conscience du caractère onéreux de l'acquisition lors de sa comptabilisation initiale et qu'on ne peut isoler dans l'écart résiduel du regroupement d'entreprises la part correspondant à un surpris²⁰⁰.

¹⁹⁹ Parce qu'ils doivent être reconnus à la juste valeur, les passifs éventuels justifient une comptabilisation au bilan lors du regroupement d'entreprises.

²⁰⁰ "The Boards considered whether this Statement should include special provisions to account for a business combination in which a buyer overpays for its interest in the acquiree. The Boards acknowledged that overpayments are possible and, in concept, an overpayment should lead to the acquirer's recognition of an expense (or loss) in the period of the acquisition. However, the Boards believe that in practice any overpayment is unlikely to be detectable or known at the acquisition date. That is, the Boards are not aware of instances in which a buyer knowingly overpays or is compelled to overpay a seller to acquire a

Pour le référentiel IFRS, Detzen and Zulch (2012) analysent dans quelle mesure les conditions de rémunération des dirigeants représentent des incitations à utiliser, à leur avantage, la latitude laissée par l'allocation du prix d'acquisition dans la comptabilisation du *goodwill* en tant qu'écart résiduel. Leur étude établit une association positive entre le poids des bonus payés en liquidités inclus dans la rémunération des dirigeants et le montant du *goodwill* reconnu lors de l'acquisition. Detzen and Zulch (2012) voient dans cette association un comportement opportuniste de la part des dirigeants visant à diminuer les charges d'amortissement sur les actifs incorporels acquis, et ainsi accroître leur rémunération. La valeur du *goodwill* comptable est donc surévaluée, et ce dès la comptabilisation initiale, au détriment de l'objectif d'image fidèle. Cette association positive entre montant du *goodwill* et rémunération des dirigeants est également observée en Australie (Bugeja and Loyeung, 2015). Bugeja and Loyeung (2015) relèvent en outre une augmentation de la valeur allouée au *goodwill* après l'adoption des normes IFRS.

La juste valeur du prix payé lors du regroupement d'entreprises est le plus souvent observable. En revanche, l'allocation de cette dernière sur les différents actifs acquis et passifs assumés ne l'est pas, du moins pour les actifs incorporels, *goodwill* inclus (Zhang and Zhang, 2017). L'allocation du prix d'acquisition est donc manipulable, notamment si les dirigeants souhaitent minimiser la charge d'amortissement des actifs incorporels acquis. Le non-amortissement du *goodwill* pourrait les inciter à sous-évaluer la valeur des actifs incorporels en comptabilisation initiale, dès lors qu'ils peuvent éviter à long terme la charge de dépréciation pesant sur le *goodwill*. A court-terme, la charge d'amortissement pénalise la performance économique et éventuellement la rémunération variable des dirigeants lorsque cette dernière repose sur des conditions de performance calculées sur la base de données comptables de résultat. Zhang and Zhang (2017) cherchent à mesurer le levier discrétionnaire des dirigeants sur la comptabilisation de futures charges de dépréciation en testant l'hypothèse suivante : si ce comportement opportuniste est possible,

business. Even if an acquirer thinks it might have overpaid in some sense, the amount of overpayment would be difficult, if not impossible, to quantify. Thus, the Boards concluded that in practice it is not possible to identify and reliably measure an overpayment at the acquisition date. Accounting for overpayments is best addressed through subsequent impairment testing when evidence of a potential overpayment first arises." FAS 141R, par. B382. Pour une description détaillée du postulat formulé par le FASB, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.1.2. du Chapitre I.

les dirigeants tireront profit du caractère non-vérifiable de l'allocation du prix d'acquisition en sous-évaluant la valeur amortissable des actifs incorporels pour gonfler l'écart résiduel résultant de l'allocation du prix d'acquisition. Zhang and Zhang (2017) reprennent les indicateurs identifiés par Ramanna (2008) – ratio de capitalisation boursière et valeur comptable des capitaux propres; degré de vérifiabilité des évaluations de juste valeur ; nombre d'unités de *reporting*. Ils observent, sur le secteur des services aux entreprises, que les déterminants économiques expliquent en grande partie l'allocation du prix d'acquisition, mais qu'un comportement opportuniste des dirigeants joue également un rôle majeur dans la répartition entre *goodwill* et autres actifs incorporels. Ces décisions managériales discrétionnaires sur l'allocation du prix d'acquisition ne sont pas prégnantes dans les observations conformes aux anciennes dispositions comptables américaines, soit lorsque *goodwill* et actifs incorporels étaient amortissables. Cela laisse donc suggérer que le modèle d'*impairment* fournit une plus grande latitude aux dirigeants d'entreprises. Parce qu'ils peuvent retarder, voire éviter, la comptabilisation de pertes de valeur futures, les dirigeants sont incités à enfler la valeur du *goodwill* lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, en réduisant *de facto* la charge d'amortissement future relative aux autres actifs incorporels acquis. En outre, Zhang and Zhang (2017) indiquent que le recours à des experts indépendants dans l'évaluation à la juste valeur des actifs acquis et passifs assumés lors de l'allocation du prix d'acquisition, limite, mais n'empêche pas, ce comportement discrétionnaire.

Une étude sur l'utilité informative de l'allocation du prix d'acquisition selon la norme FAS 141 est également fournie par Paugam *et al.* (2015). Paugam *et al.* (2015) s'intéressent à la réaction des participants de marché lors de la première publication de l'allocation du prix d'acquisition, notamment lorsque le *goodwill* tel que comptabilisé s'avère différent du *goodwill* attendu à l'annonce du regroupement d'entreprises (*abnormal goodwill*). Paugam *et al.* (2015) observent que les participants de marché semblent accueillir négativement un *goodwill* différent du *goodwill* attendu ; la réaction du marché est d'autant plus négative que l'acquisition a été mal accueillie lors de son annonce. En outre, plus l'*abnormal goodwill* est élevé, plus sont fréquentes et élevées les pertes de valeur comptabilisées durant les trois années suivant l'acquisition. Enfin, la performance économique des firmes

diminue alors que le montant d'*abnormal goodwill* augmente. Ces résultats suggèrent que les participants de marché détectent dans l'allocation du prix d'acquisition d'éventuels surpris.

Su and Wells (2015) s'intéressent à l'impact de première adoption du référentiel IFRS pour les firmes australiennes ayant acquis des actifs incorporels dans le cadre d'un regroupement d'entreprises. Su and Wells (2015) interrogent l'association entre valeur comptable des actifs reconnus de manière séparée en application de la méthode d'acquisition et la performance post-acquisition de ces regroupements d'entreprises lors de l'application des normes IFRS (norme IFRS 3 et norme IAS 38), en comparaison avec le référentiel australien permettant la réévaluation des actifs incorporels et la comptabilisation des actifs incorporels générés en interne. L'objectif premier affiché dans cet article est avant tout d'apporter une réflexion critique sur l'approche somme toute assez restrictive de l'organe normalisateur international dans la comptabilisation des actifs incorporels générés en interne, alors que des actifs de même nature sont inscrits au bilan dès lors qu'ils ont été acquis dans le cadre d'un regroupement d'entreprises. Su and Wells (2015) relèvent le caractère discrétionnaire de l'allocation du prix d'acquisition et le risque d'activation d'un surpris. Su and Wells (2015) utilisent un échantillon de 367 firmes dont les titres sont cotés sur un marché australien de capitaux, sur une période couvrant la décennie 1998 – 2008. La performance post-acquisition est mesurée sur la base de l'excédent brut d'exploitation (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization* dans sa terminologie anglo-saxonne, soit l'EBITDA), en ligne avec la pratique académique (Healy *et al.*, 1992). Les variations dans la performance post-acquisition sont mesurées sur les trois années suivant l'exercice où l'acquisition est comptabilisée. Dans le cadre de leur recherche, Su and Wells (2015) s'attachent à tester la valeur informative des actifs incorporels acquis, la valeur du *goodwill* servant dans leur modèle comme variable indépendante de contrôle. Su and Wells (2015) n'observent pas d'association entre valeur comptable des actifs incorporels acquis dans le cadre d'un regroupement d'entreprises et performance économique post-acquisition, alors qu'une telle association est observée pour le *goodwill*, ces actifs incorporels, *goodwill* inclus, étant mesurés en date d'acquisition.

Kimbrough (2007) étudie l'utilité informative de l'allocation du prix d'acquisition et les mentions en annexe requises par la norme FAS 141, réputées plus robustes et détaillées que celles exigées par les anciennes dispositions APB 16. L'article s'intéresse notamment à la part du prix payé allouée au *goodwill* et celle allouée aux actifs incorporels comptabilisés de manière séparée, tel que l'IP R&D. Ce dernier élément pèse en effet de manière significative dans les regroupements d'entreprises comptabilisés en application des anciennes dispositions comptables américaines, suggérant un comportement opportuniste visant à minimiser les charges d'amortissement (Deng and Lev, 2006)²⁰¹. Kimbrough (2007) observe une réduction de la part du *goodwill* et de l'IP R&D dans les regroupements d'entreprises en application de la norme FAS 141. La lecture bilantielle permise par la méthode d'acquisition ainsi que des mentions en annexe plus robustes, semblent donc utiles aux investisseurs. La pertinence des états financiers en sort renforcée, en ligne avec les objectifs affichés par l'organe normalisateur américain. L'utilité informative des mentions en annexe est également au cœur d'autres études empiriques.

2.1.3 Utilité informative des informations relatives aux regroupements d'entreprises

Shalev (2009) analyse, sur la base d'un échantillon composé de 1 109 acquisitions conclues par 297 firmes entre le 1^{er} juillet 2001 et le 31 décembre 2004, les mentions relatives aux regroupements d'entreprises en application de la norme FAS 141. Les résultats semblent confirmer la valeur informative des mentions en annexe, par l'observation d'une association positive significative entre degré de granularité dans l'information fournie et performance économique post-acquisition des firmes acheteuses. Shalev (2009) observe également que le niveau d'information fournie décroît lorsque l'écart résiduel du prix d'acquisition, soit le *goodwill*, présente un niveau anormal, ce qui laisse suggérer que les préparateurs des états financiers limitent les mentions en annexe relatives à des regroupements d'entreprises accueillies défavorablement par les participants de marché.

²⁰¹ Pour une description du poids croissant de la part des projets d'IP R&D dans les acquisitions d'entreprises, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 2.3. de l'introduction générale à cette thèse.

En termes d'utilité des mentions en annexe relatives à l'allocation du prix d'acquisition, Kimbrough (2007) observe une association positive entre les rendements boursiers tels que mesurés lors de la première publication de ces mentions obligatoires, et le montant du *goodwill*, suggérant que les participants de marché réagissent à cette nouvelle information lorsqu'elle est rendue publique. Il s'agit ici d'un indicateur quant à l'utilité accrue des nouvelles dispositions comptables américaines. Cette conclusion est confirmée par les travaux de Al Jifri and Citron (2009) sur un échantillon de 243 entreprises britanniques, lors de l'entrée en vigueur de la nouvelle norme du référentiel comptable britannique relative à la comptabilisation des regroupements d'entreprises. La norme FRS 10, *Goodwill and Intangible Assets*, applicable Outre-Manche à compter de l'exercice 1999, remplace la norme SSAP 22, *Accounting for Goodwill*. Elle élimine la compensation immédiate du *goodwill* contre les capitaux propres, rendant ainsi obligatoire sa comptabilisation en tant qu'actif. Al Jifri and Citron (2009) s'intéressent tout particulièrement aux dispositions transitoires de la nouvelle norme. Cette dernière offre en effet aux nouveaux adoptants le choix entre retraiter les écarts d'acquisition, reconnus, en vertu de l'ancienne norme, en moins des capitaux propres (*pre-FRS 10 goodwill*), en les comptabilisant en tant qu'actifs, ou d'opter pour une adoption rétrospective limitée à une mention spécifique en annexe. La majeure partie des adoptants a choisi ce traitement hors-bilan. Al Jifri and Citron (2009) estiment que ce changement règlementaire constitue une rare occasion de pouvoir conduire une recherche comparative, appliquée au *goodwill*, sur deux modes d'information financière souvent mis en opposition : inscription au bilan contre traitement hors-bilan via mention obligatoire en annexe (Penman, 2009). En effet, il ne s'agit pas, pour les nouveaux adoptants de la norme FRS 10, de choisir entre deux méthodes comptables (comptabilisation en tant qu'actif contre compensation en moins des capitaux propres) mais de voir cohabiter, dans un même jeu d'états financiers, *goodwill* reconnu à l'actif et *goodwill* hors-bilan. Al Jifri and Citron (2009) observent que tant le *goodwill* reconnu au bilan en application de la norme FRS 10 que le *goodwill* reconnu, en application de l'ancienne norme SSAP 22, en moins des capitaux propres sont tous deux associés positivement et de manière significative à la valeur boursière de l'entreprise. En outre, pour les entreprises engagées dans des activités de recherche et développement, l'association

observée sur le *goodwill* mentionné en annexe est tout aussi significative que celle observée sur le *goodwill* post-FRS 10 reconnu au bilan.

L'article de Dargenidou *et al.* (2016) traite également de l'adoption de la norme FRS 10 au Royaume-Uni, en testant l'hypothèse selon laquelle la comptabilisation du *goodwill* en tant qu'actif inciterait à une plus grande discipline managériale lors d'acquisitions d'entreprises. Dargenidou *et al.* (2016) confirment, sur la base de données comptables de performance économique (flux de trésorerie) et un échantillon composé d'acquisitions conclues au Royaume-Uni entre 1985 et 2012, la présence de synergies lors de regroupements d'entreprises. L'existence de ces synergies persiste après l'adoption de la norme FRS 10. Les résultats de cette recherche suggèrent également que les rendements observés post-acquisition sur les acquisitions créatrices de valeur sont associés à des synergies positives que les participants de marché perçoivent à la lecture des états financiers. Cependant, Dargenidou *et al.* (2016) semblent également confirmer les résultats des recherches existantes suggérant que la majeure partie des opérations de fusions-acquisitions (deux tiers des observations composant l'échantillon) détruisent de la valeur, lorsque cette dernière est mesurée sur la base de rendements boursiers. Ces résultats empiriques ne s'accompagnent pourtant pas de charges de dépréciation plus fréquentes, ce qui laisse suggérer un comportement opportuniste dans l'application du modèle d'*impairment*.

Hayn and Hughes (2006) interrogent la valeur prédictive des mentions en annexe et leur capacité à anticiper d'éventuelles pertes de valeur. Une fois le modèle d'*impairment* adopté, c'est sur les utilisateurs des états financiers, et plus précisément les investisseurs, les auditeurs ou les organes de régulation, que repose la responsabilité d'évaluer objectivement la véracité du *goodwill* ainsi que la pertinence du jugement professionnel sur lequel reposent les estimés utilisés par les dirigeants lors du test annuel de dépréciation. La suppression de la méthode de mise en commun d'intérêts de manière concomitante avec l'élimination de l'amortissement systématique du *goodwill* a eu pour effet d'augmenter la part des écarts d'acquisition dans les bilans consolidés. Il est donc essentiel que soit fournie post-acquisition une information financière utile quant aux performances économiques de

l'entreprise acquise une fois intégrée dans le périmètre de consolidation. Hayn and Hughes (2006) analysent dans quelle mesure les informations disponibles en application des dispositions US GAAP sont suffisantes pour détecter d'éventuelles pertes de valeur. Un échantillon d'acquisitions conclues sur une décennie (1988 – 1998) pour lesquelles le niveau d'information fournie est représentatif des obligations d'information financière telles qu'édictees par le référentiel américain est sélectionné dans cette étude empirique, afin de déterminer les événements déclencheurs d'une dépréciation. L'étude développe un modèle prédictif de perte de valeur reposant à la fois sur des éléments spécifiques à l'acquisition²⁰² et des éléments de performance post-acquisition. Hayn and Hughes (2006) mettent en lumière principalement deux observations. La première a trait aux informations fournies en annexe, jugées insuffisantes et d'une qualité trop faible pour évaluer de manière fiable la valeur recouvrable du *goodwill* – notamment concernant la performance économique post-acquisition au niveau de l'unité de *reporting* sur laquelle a été alloué l'écart d'acquisition. Malgré ce constat, formulé dès 2006 dans cet article, il est important de noter que peu de commentaires ont été apportés par les participants à la revue post-adoption quant à la pertinence des mentions en annexe²⁰³. Ceci est d'autant plus critique qu'Hayn and Hughes (2006) suggèrent, au travers de leur modèle prédictif, que certains

²⁰² Le modèle prédictif développé dans cet article reprend les indicateurs inclus dans l'exposé-sondage de 1999, à savoir : le paiement d'une prime de contrôle significative ; la présence de plusieurs acquéreurs potentiels dans le cadre d'une opération assimilable à une enchère ; une part importante du prix d'acquisition allouée au *goodwill* ; l'utilisation d'instruments en capitaux propres dans le dénouement du prix d'acquisition. Des critères similaires sont utilisés par Li *et al.* (2010).

Concernant le dénouement d'une partie du prix d'acquisition en actions, Fu *et al.* (2013) observent que les acquisitions incluses dans leur échantillon, conclues par des firmes américaines entre 1985 et 2006 et dont le prix est payé en actions surévaluées, contiennent un surprix. Les auteurs observent également que ces acquisitions ne créent pas de synergies positives post-acquisition. Ces acquisitions se retrouvent principalement dans des firmes où la gouvernance est faible, voire déficiente. Elles sont principalement motivées par des considérations de rémunération pour les dirigeants. De même, Gu and Lev (2011) suggèrent que les charges de dépréciation comptabilisées sur *goodwill* ont pour cause principale une surévaluation des actions de l'acquéreur en date d'acquisition. Cette surévaluation incite les dirigeants à conclure des acquisitions d'entreprises à un prix plus élevé que les synergies attendues. Gu and Lev (2011) observent notamment une association positive et significative entre la surévaluation des actions et le nombre d'acquisitions ainsi que le montant accru du *goodwill* reconnu lors des regroupements d'entreprises. Ils mettent également en évidence le caractère prédictif de cette surévaluation quant à la survenance et l'importance de futures pertes de valeur. Loughran and Vijh (1997) observent, sur la base d'un échantillon de 947 acquisitions conclues entre 1970 et 1989, qu'en moyenne, les firmes ayant payé le prix en actions reportent durant les cinq années post-acquisition des rendements négatifs alors que les firmes ayant dénoué le prix d'acquisition en liquidités reportent des rendements positifs.

²⁰³ Sur les éléments relevés lors de la revue post-adoption des nouvelles dispositions comptables US GAAP relatives aux regroupements d'entreprises et actifs incorporels acquis, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.1. du Chapitre I.

indicateurs d'*impairment* sont déjà présents en date d'acquisition. La deuxième observation met en évidence un décalage de trois à quatre ans en moyenne entre les premiers signes de sous-performance opérationnelle de l'entreprise acquise et la comptabilisation d'une charge de dépréciation. Cette période de latence peut refléter une durée, somme toute raisonnable, durant laquelle l'acquéreur peut croire à des facteurs conjoncturels ou un déclin de valeur temporaire ne justifiant pas une perte de valeur permanente. Cependant, pour un tiers des entreprises observées, les difficultés opérationnelles persistent au-delà de ce moyen terme (au moins six à dix ans), ce qui laisse envisager un opportunisme managérial visant à retarder la comptabilisation de la perte de valeur. Ces résultats montrent le fort degré de subjectivité sur lequel repose le test d'*impairment*, et ce à plusieurs niveaux : subjectivité dans l'allocation de l'écart d'acquisition à une unité de *reporting*, subjectivité dans la détermination de la juste valeur non seulement de l'unité de *reporting* (étape 1 du test d'*impairment*) mais également des actifs qui la composent (étape 2 du test d'*impairment*), subjectivité des flux de trésorerie propres à l'entreprise acquise alors que l'objectif pour l'acquéreur est que cette dernière se fonde aussi rapidement que possible, par un processus d'intégration réussi, au modèle d'affaires existant, que ses flux de trésorerie se confondent avec ceux de l'entière unité de *reporting*, condition première à la réalisation de synergies; en un mot, que le *goodwill* acquis soit absorbé par le *goodwill* généré en interne.

La faible qualité des informations fournies en annexe, jugées trop générales, lacunaires ou parcellaires, est relevée en IFRS (Amiraslani *et al.*, 2013 ; Iatridis *et al.*, 2022). Les résultats empiriques obtenus par Iatridis *et al.* (2022) suggèrent que les firmes fournissant des mentions pauvres en annexe ont tendance à retarder la comptabilisation de pertes de valeur. En outre, les réactions des participants de marché aux pertes de valeur sont plus défavorables pour les firmes dont la qualité de l'information fournie en annexe est faible.

Un rapport établi par le centre de recherche en *reporting* et analyse financière de la *Cass Business School* de Londres (Amiraslani *et al.*, 2013) analyse le degré de conformité des mentions en annexe relatives aux charges de dépréciation des actifs immobilisés, *goodwill* inclus. L'étude porte sur un échantillon de 324 sociétés européennes cotées. Les données

sont collectées sur la période 2010-2011 et regroupées en trois catégories, selon les caractéristiques institutionnelles et réglementaires des marchés de capitaux (pays) sur lesquels les titres sont négociés, en ligne avec les travaux de Leuz (2010). La première catégorie se caractérise par un actionnariat dispersé, une réglementation forte en vue d'un niveau élevé de protection des investisseurs, un marché liquide et développé. Ne sont répertoriés dans cette catégorie que deux pays : la Grande Bretagne et l'Irlande. La seconde catégorie, qui se différencie de la première par une réglementation moins contraignante, un marché moins développé et un actionnariat plus concentré, recense la Suisse et la plupart des pays de l'Union Européenne – hors Italie, Portugal, Grèce et Pays de l'Est, ces pays constituant la troisième catégorie. Même si l'étude montre un impact positif et significatif de l'adoption du référentiel IFRS dans les pratiques de *reporting* de nombreuses sociétés, une grande disparité entre pays européens est constatée. La qualité des mentions en annexe relatives aux tests d'*impairment* est particulièrement faible pour les sociétés classées dans la troisième catégorie. De manière plus critique, on constate une tendance à l'utilisation d'un contenu « plaqué » lorsqu'il s'agit de fournir dans les notes aux états financiers une description plus détaillée du degré de jugement professionnel utilisé dans le choix de certains estimés et de certaines hypothèses. Ce dernier point est en outre relevé par l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), organe de contrôle des marchés financiers européens, dans son rapport daté du 16 juin 2014 sur la revue de l'application des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, dont les mentions obligatoires en annexe (ESMA, 2014)²⁰⁴. Dans leur revue de la littérature sur la comptabilisation du *goodwill*, Boennen and Glaum (2014) citent également d'autres recherches empiriques mettant en évidence, en Grande-Bretagne (Camodeca *et al.*, 2013) ou en Allemagne, ces lacunes d'informations en annexe. En 2008, les conclusions du *UK Financial Reporting Council* relèvent que plus de la moitié des mentions en annexe revues sur les rapports annuels des plus grands groupes britanniques au titre de l'exercice 2007 n'apportent aucune valeur informative. Même constat en Allemagne, où regroupements

²⁰⁴ Ce rapport revoit la conformité de 52 rapports annuels publiés pour l'exercice 2012 aux exigences de la norme IFRS 3, et ce, pour des entités de l'Union Européenne. L'ESMA relève notamment : “ESMA’s review also identified examples of disclosures that had not been tailored to the specific circumstances of the company (so-called « boiler plate disclosures ») relating, in particular, to the factors making up the goodwill and the reasons given for bargain purchase gains.” ESMA/2014/643, Section IV – Subsection A, par. 23.

d'entreprises et dépréciation du *goodwill* sont les deux thématiques recensant le plus grand nombre d'erreurs pour les sociétés allemandes cotées (Boennen and Glaum, 2014).

2.2 Comptabilisation subséquente des regroupements d'entreprises : revue de la littérature

Des travaux académiques abordent les problématiques comptables post-acquisition, en analysant l'éventuelle déconnexion entre valeur comptable du *goodwill* et sa valeur économique, les liens entre les modèles comptables relatifs aux regroupements d'entreprises et la gouvernance actionnariale ou l'efficacité contractuelle, l'analyse comparée entre modèle d'amortissement et modèle de dépréciation appliqués au *goodwill* post-acquisition et la mise en évidence d'éventuels comportements opportunistes.

2.2.1 *Goodwill* comptable et *goodwill* économique

Chen *et al.* (2004) cherchent à confirmer l'objectif affiché par l'organe normalisateur américain d'un meilleur alignement entre modèle comptable et réalité économique du *goodwill* quand celui-ci s'évalue en date d'arrêté sur la base du modèle d'*impairment*. Chen *et al.* (2004) observent, sur un échantillon de sociétés reportant un *goodwill* en 2001, que les charges de dépréciation reportées lors de l'adoption de la norme FAS 142 sont déjà incluses dans les valeurs boursières antérieures à l'année d'adoption (l'exercice 2002 correspondant à l'« année 1 » de l'étude). Ceci laisse donc envisager un meilleur alignement entre valeur comptable et valeur économique du *goodwill*, conduisant Chen *et al.* (2004) à conclure à une amélioration dans la qualité des états financiers, le test d'*impairment* étant porteur d'information nouvelle pour les participants de marché, et ce dès la première année d'adoption. La norme FAS 142 semble non seulement renforcer l'utilité informative du *goodwill* en tant qu'actif mais aussi la comptabilisation, en temps opportun (*timeliness*), des charges de dépréciation.

Li *et al.* (2010) semblent confirmer l'utilité informative du modèle d'*impairment*, même s'ils ne nient pas la possibilité de comportements opportunistes de la part des dirigeants, ces derniers profitant de la latitude laissée par l'évaluation non vérifiable de la juste valeur,

en ligne avec les résultats de Watts (2003) et de Ramanna and Watts (2012). Li *et al.* (2010) mettent également en évidence la relation entre perte de valeur et existence d'un surprix en étudiant les acquisitions conduites par les firmes incluses dans leur échantillon, en ligne avec les travaux de Olante (2013). Li *et al.* (2010) analysent l'évolution de l'utilité informative des dispositions comptables US GAAP relatives au test d'*impairment* du *goodwill* sur trois périodes : période antérieure à l'adoption de la norme FAS 142 (modèle d'*impairment* conduit en conformité avec la norme FAS 121), période de transition, et période post-FAS 142. Li *et al.* (2010) observent tout d'abord une réaction – négative – des participants de marché à l'annonce d'une perte de valeur, en revoyant à la baisse leurs attentes. Ceci montre que les investisseurs et analystes financiers accordent une valeur informative à cette donnée comptable. En outre, les corrections à la baisse sont dans l'ordre de grandeur de la charge telle que comptabilisée, laissant suggérer que le marché n'anticipe pas la perte de valeur. Cependant, la correction est moins forte dans la période post-FAS 142, ce que Li *et al.* (2010) expliquent comme le résultat de pertes de valeur, prises individuellement, d'un montant moins élevé qu'avant l'adoption de la norme FAS 142, mais sous un régime de tests d'*impairment* plus fréquents. Les travaux de Li and Sloan (2017) complètent ces résultats : les charges de dépréciation deviennent plus facilement prévisibles par les participants de marché. Li *et al.* (2010) observent également une corrélation négative significative entre perte de valeur et dégradation subséquente des ventes et/ou de la structure de coûts, confirmant ainsi la qualité informative du modèle d'*impairment*.

Chalmers *et al.* (2012) analysent l'adoption des IFRS par les firmes australiennes en 2005 afin de déterminer si cette adoption s'est soldée par une perte d'utilité informative pour les analystes financiers, notamment pour les entreprises reportant un niveau significatif de *goodwill* et d'actifs incorporels. Leur étude confirme, sur un échantillon plus large et un horizon temporel post-adoption plus étendu, les résultats de Matolcsy and Wyatt (2006). Avec l'adoption des normes IFRS, l'utilité informative a augmenté et elle est d'autant plus forte que le niveau d'actifs incorporels est élevé. Chalmers *et al.* (2012) observent que c'est le *goodwill*, mesuré selon le modèle du test d'*impairment* en date d'arrêté, qui présente l'impact le plus significatif. Cela leur permet de conclure à l'utilité du modèle

d'*impairment*, réputé plus pertinent que le modèle d'amortissement lorsqu'il est appliqué au *goodwill*. Ces résultats confirment les conclusions de Chalmers *et al.* (2011), article dans lequel est observée une association significative entre charges de dépréciation comptabilisées sur *goodwill* et opportunités d'investissements des firmes incluses dans l'échantillon, cette association étant plus forte en IFRS que sous le référentiel australien pour lequel le modèle d'amortissement s'applique.

Dans leur article analysant l'impact sur les actifs incorporels, y compris le *goodwill*, de l'adoption en Australie du référentiel IFRS, Ji and Lu (2014) s'attachent à dépasser la dichotomie opposant pertinence (*relevance*) et fiabilité (*reliability*). Cette opposition est en effet au cœur de précédentes études australiennes (Dahmash *et al.*, 2009). Sur la base de 6 650 observations relatives à des firmes australiennes cotées reportant, sur la période 2001-2009, des actifs incorporels, Ji and Lu (2014) testent l'hypothèse selon laquelle l'adoption des IFRS améliore la pertinence des états financiers. Ji and Lu (2014) cherchent également à analyser dans quelle mesure l'adoption des IFRS modifie le lien pertinence / fiabilité. Ji and Lu (2014) mesurent la fiabilité de l'information financière sur la base d'une donnée bilantielle : la valeur des actifs corporels, nette du montant des passifs. Le postulat formulé ici est le suivant : les firmes à forte intensité capitalistique (actifs corporels) ne sont pas incitées à enfler la valeur de leurs actifs incorporels. Ji and Lu (2014) confirment la pertinence des actifs incorporels (avant et après adoption), avec une pertinence plus élevée pour les firmes fournissant une information fiable concernant les actifs incorporels reportés au bilan. Cependant, alors que le niveau de fiabilité reste inchangé, Ji and Lu (2014) observent, post-adoption, une diminution de la pertinence des actifs incorporels.

Des résultats comparables sont obtenus pour l'adoption des IFRS au sein de l'Union Européenne (Aharony *et al.*, 2010). Les firmes observées sont testées sur la base de trois thématiques comptables majeures présentant le plus haut degré de divergence avec les référentiels statutaires, à savoir le *goodwill*, les dépenses de recherche et développement et le modèle de la réévaluation appliquée aux immobilisations non-financières. L'étude d'Aharony *et al.* (2010), conduite pour quatorze pays européens, confirme une pertinence accrue de l'information financière IFRS lorsque cette dernière est comparée au référentiel

national. Sahut *et al.* (2011) présentent des conclusions similaires concernant la valeur des actifs incorporels sur la base d'un échantillon de 1 855 firmes européennes. Sahut *et al.* (2011) testent l'association positive entre valeur des actifs intangibles et valeur de la firme, dans un premier temps en application du référentiel national (la période d'observation s'étalant de 2002 à 2004), puis, dans un second temps, en application du référentiel IFRS (période d'adoption entre 2005 et 2007). Pour le *goodwill*, il est observé une association moins forte en application des dispositions comptables IFRS qu'en application des dispositions comptables locales, avant adoption (à l'exception de deux pays, l'Italie et la Finlande, dans un échantillon composé de dix pays). Sahut *et al.* (2011) en concluent que la pertinence du modèle comptable IFRS semble plus élevée dans le cas d'actifs incorporels identifiables que dans le cas d'un actif résiduel tel que le *goodwill*.

Baboukardos and Rimmel (2014) interrogent la pertinence du modèle IFRS appliqué au *goodwill* dans un environnement réglementaire, comme celui de la Grèce, désigné comme « défavorable »²⁰⁵. Baboukardos and Rimmel (2014) confirment, sur un échantillon composé de 76 entreprises, la pertinence informative du *goodwill* comptable lors de l'adoption, en Grèce, du référentiel IFRS. En outre, Baboukardos and Rimmel (2014) relèvent une association positive entre le niveau de pertinence observé et les informations fournies en annexe telles qu'exigées par les normes IFRS 3 et IAS 36. La pertinence du modèle comptable IFRS se voit renforcée par des niveaux élevés de mentions en annexe, renforçant l'utilité informative du regroupement d'entreprises et de son écart résiduel, le *goodwill*. Des informations en annexe moins fournies sont ainsi associées à des attentes plus faibles, de la part des investisseurs, en termes d'avantages économiques futurs résultant du regroupement d'entreprises.

Pechlivanidis *et al.* (2022) analysent la pertinence informative du *goodwill* comptabilisé en conformité avec le référentiel IFRS sur une période de douze ans (2007-2018), capturant

²⁰⁵ Les auteurs définissent un environnement institutionnel défavorable à partir des caractéristiques suivantes : un droit comptable qui ne s'inscrit pas dans une logique anglosaxonne donnant la primauté aux investisseurs, et des différences significatives entre le référentiel IFRS et le référentiel comptable national. Concernant le *goodwill*, en application du référentiel comptable grec, les écarts d'acquisition doivent être amortis sur une durée maximale de cinq ans.

ainsi l'effet de la crise financière. Pechlivanidis *et al.* (2022) apportent également un éclairage novateur en IFRS en considérant dans leur étude empirique l'antériorité du *goodwill* comptable, dans la lignée des travaux de Guler (2018) pour le référentiel américain²⁰⁶. Guler (2018) observe une association significativement positive entre la valeur de la firme et la valeur comptable du *goodwill*, et une association négative entre rendements boursiers et pertes de valeur reconnues sur *goodwill*. En outre, cette association est plus élevée sur la période post-adoption de la norme FAS 142, ce qui tend à confirmer la valeur informative et la pertinence du modèle d'*impairment*. L'association positive entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill* se détériore pour les firmes montrant une comptabilisation discrétionnaire des pertes de valeur, suggérant que les participants de marché sont en mesure de déceler ces comportements opportunistes. Pechlivanidis *et al.* (2022) confirment, sur un échantillon composé de 508 observations, la pertinence informative du *goodwill* comptable, particulièrement en période de crise financière. Cependant, les résultats empiriques obtenus suggèrent que cette pertinence diminue avec l'antériorité du *goodwill*, la pertinence n'étant observée que pour le *goodwill* comptabilisé sur les regroupements d'entreprises conclues sur le dernier exercice.

Callao *et al.* (2007), Oliveira *et al.* (2010), Martinez *et al.* (2014), conduisent une étude dans des environnements règlementaires comparables à celui de la Grèce : celui de l'Espagne et du Portugal. Callao *et al.* (2007) testent l'impact d'adoption des IFRS sur le marché boursier espagnol, en considérant les différences majeures entre le référentiel international et le Droit comptable ibérique, dont la comptabilisation du *goodwill*. Callao

²⁰⁶ Cette revue de la littérature a permis d'identifier deux autres articles portant sur l'antériorité du *goodwill*. Le premier (Bugeja and Gallery, 2006) porte sur les acquisitions reportées par des firmes australiennes entre 1995 et 1999 en conformité avec les normes comptables australiennes antérieures à la nouvelle norme IFRS 3. Cet article confirme cependant la pertinence informative du *goodwill* nouvellement créé, et non du *goodwill* plus ancien. Le second article (Yang and Zhu, 2023) porte sur le marché chinois. Suite aux initiatives institutionnelles visant à encourager les opérations de fusions-acquisitions conclues par des firmes chinoises, le montant du *goodwill* reporté dans les bilans consolidés, selon les dispositions comptables nationales similaires aux normes IFRS applicables, a considérablement augmenté. Cette étude décompose le *goodwill* en *goodwill* initial (en début de période) et nouveau *goodwill*. Une association positive est observée entre nouveau *goodwill* et performance de la firme acheteuse, alors que l'antériorité du *goodwill* est négativement associée à la rentabilité économique de la firme. Yang and Zhu (2023) avancent l'hypothèse selon laquelle les pertes de valeur sur *goodwill* sont reconnues de manière discrétionnaire dans le but de diminuer l'effet négatif du *goodwill* ancien sur la rentabilité économique de l'entreprise.

et al. (2007) observent une dégradation dans la comparabilité de l'information financière, dans un cadre institutionnel où les deux référentiels (soit le référentiel national soit l'application des normes IFRS) sont permis. En outre, les travaux de Callao *et al.* (2007) ne permettent pas de mettre en évidence une utilité informative accrue, pour les participants de marché, de l'information financière conforme aux normes IFRS. Au contraire, une différence accrue est observée entre valeur comptable et valeur de marché lorsque le référentiel IFRS est appliqué. Martinez *et al.* (2014) analysent, sur un échantillon de 72 firmes espagnoles, la valeur informative de la réconciliation, fournie en date d'adoption du référentiel IFRS, entre capitaux propres et résultat net selon le référentiel comptable national (*Spanish Accounting Standards – SAS*) et capitaux propres et résultat net selon le référentiel IFRS. Martinez *et al.* (2014) sélectionnent neuf éléments de réconciliation entre SAS et IFRS, dont la reprise d'amortissement sur écarts d'acquisition et l'application, en IFRS, du modèle de dépréciation pour le *goodwill*. Martinez *et al.* (2014) confirment la valeur informative de ce dernier. Oliveira *et al.* (2014) observent également une valeur informative accrue pour le *goodwill* lors de l'adoption du référentiel IFRS en 2005 au Portugal, suggérant que le modèle de dépréciation applicable en IFRS est plus pertinent que le modèle d'amortissement tel qu'appliqué selon le référentiel comptable national.

D'autres études ont été conduites sur le marché suédois (Hamberg *et al.*, 2011 ; Hamberg and Beisland, 2014) et sur le marché norvégien (Gjerde *et al.*, 2008). Hamberg and Beisland (2014) relèvent que pour les firmes suédoises composant leur échantillon, le modèle d'amortissement appliqué au *goodwill* selon le référentiel comptable local avant l'adoption du référentiel IFRS manque de pertinence. En revanche, ils observent, sous ce même régime, une association significative entre charges de dépréciation reportées en plus de la charge d'amortissement et rendements boursiers. Cette valeur informative est perdue lorsque les dispositions IFRS imposant le test d'*impairment* mais éliminant l'amortissement systématique du *goodwill* sont appliquées. L'approche suivie par Gjerde *et al.* (2008) pour la Norvège est comparable à l'analyse conduite par Callao *et al.* (2007) pour le marché espagnol. Gjerde *et al.* (2008) confirment pour le marché scandinave les mêmes conclusions que Callao *et al.* (2007) pour l'Espagne : l'utilité informative des états

financiers en conformité avec le référentiel IFRS ne semble pas accrue en comparaison avec le Droit comptable national.

Bagna *et al.*, (2023) testent la valeur informative du *goodwill* post-acquisition en application de la norme IAS 36 en modélisant un *goodwill* comptable pour lequel un amortissement systématique aurait été appliqué. L'étude empirique est réalisée sur un échantillon composé de 2 377 firmes et des données collectées à partir de la base Datastream sur treize années à compter de la date d'adoption, en Union Européenne, des normes IFRS. L'échantillon final utilisé pour les analyses empiriques totalise 9 025 observations. Les résultats de Bagna *et al.* (2023) semblent confirmer la valeur informative du *goodwill* tel que comptabilisé en application des normes IFRS 3 et IAS 36. Bagna *et al.*, (2023) observent cette valeur informative sur la valeur bilantielle du *goodwill*, sur la valeur du *goodwill* avant et après test d'*impairment*, et également sur la perte de valeur comptabilisée lors d'un test de dépréciation. En revanche, Bagna *et al.*, (2023) concluent que la méthode d'amortissement modélisée dans leur étude n'est pas pertinente.

2.2.2 Gouvernance actionnariale et efficience contractuelle

Lafond and Roychowdhury (2008) analysent les problèmes d'agence existant entre dirigeants et actionnaires, dans la séparation entre propriété et contrôle²⁰⁷. Dans ce contexte, Lafond and Roychowdhury (2008) établissent un lien entre le poids des dirigeants dans l'actionnariat des firmes observées et la demande d'une approche prudentielle en termes de *reporting* financier par les actionnaires. Plus le poids des dirigeants dans l'actionnariat est faible, ce qui caractérise une déconnection importante entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants, en ligne avec la théorie de la firme et les travaux de Jensen et Meckling (Scott, 2014), plus le système de *reporting* financier repose sur une approche prudentielle dans la détermination des résultats. Les modèles comptables, selon leur degré de prudence, servent donc comme un outil visant à réduire les couts d'agence.

²⁰⁷ Pour une description plus détaillée de ces débats autour de la gouvernance d'entreprise et le lien avec les acquisitions d'entreprises, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 2.1 de l'introduction générale à cette thèse.

AbuGhazaleh *et al.* (2011), sans ignorer le caractère discrétionnaire du modèle comptable IFRS appliqué au *goodwill* post-acquisition, avancent que ce modèle, allié à des mécanismes de gouvernance efficaces, limite le comportement opportuniste des dirigeants et assure la comptabilisation, en temps opportun, de pertes de valeur. A partir d'une étude reposant sur 528 observations et couvrant une période de deux ans (2005 et 2006), AbuGhazaleh *et al.* (2011) observent des pertes de valeur significatives reportées par les grandes firmes britanniques cotées lors de changements managériaux ou visant à effacer l'intégralité du *goodwill* reporté au bilan (phénomène dit de *big bath*). AbuGhazaleh *et al.* (2011) suggèrent cependant que le nouveau modèle IFRS, parce qu'il rend obligatoire le test d'*impairment* au moins annuellement, est plus efficace que les modèles de dépréciation reposant sur l'existence d'indicateurs de pertes de valeur, ce qui tend à corroborer les objectifs d'un accroissement dans la pertinence et une meilleure image fidèle dans la représentation comptable post-acquisition des regroupements d'entreprises.

Siggelkow and Zülch (2013) observent, sur la base d'un échantillon composé de 805 observations (firmes cotées sur les marchés allemands de capitaux entre 2004 et 2010), que la probabilité qu'une perte de valeur soit comptabilisée augmente lorsque la performance économique de la firme est moindre, ce qui répond aux exigences statutaires en Allemagne. Siggelkow and Zülch (2013) reportent également une association significative entre perte de valeur et résultat anormalement élevé, laissant suggérer un lissage des résultats et un comportement opportuniste des préparateurs des états financiers. Cependant, aucun élément ne confirme un lien entre perte de valeur et changement dans l'équipe dirigeante ou politique de rémunération de cette dernière. Les résultats de cette étude nationale mettraient en évidence l'ancrage des dirigeants allemands dans un environnement institutionnel orienté vers deux principales parties prenantes : l'Etat et les créanciers (à la différence des études américaines donnant la primauté à la gouvernance actionnariale).

Beatty and Weber (2006) s'intéressent plus particulièrement à l'impact de première adoption de la norme américaine FAS 142 et des modalités de transition visant à comptabiliser en tant que changement de principe comptable, sur une ligne spécifique, hors du résultat d'exploitation, les pertes de valeur éventuelles à reconnaître sur les écarts

d'acquisition lors du test d'*impairment* conduit en date d'adoption²⁰⁸. Cette étude cherche à mettre en évidence l'existence d'un arbitrage, pour les dirigeants, entre accélérer (ou anticiper) la comptabilisation de charges de dépréciation existantes en tirant partie de cette présentation de première adoption et retarder la comptabilisation de ces pertes de valeur, mais cette fois en tant que charges d'exploitation. Beatty and Weber (2006) observent qu'il est moins probable qu'une perte de valeur soit comptabilisée en date de première adoption si les contrats de dette incluent des clauses de garantie dont les indicateurs financiers de référence sont exprimés sur le résultat net. Lorsque les dirigeants bénéficient de peu de flexibilité sur le résultat net, ou si les conditions de performance attachées aux plans de rémunération n'excluent pas ce type d'éléments non-récurrents, ils ont tendance à différer la comptabilisation de pertes de valeur de manière presque permanente. La charge de dépréciation à reconnaître en date d'adoption est d'autant moins significative que sa comptabilisation peut déclencher une suspension de cotation, faute de remplir les exigences réglementaires.

Cowan *et al.* (2023) observent une association positive entre la comptabilisation en US GAAP de charges de dépréciation sur *goodwill* et le départ involontaire du dirigeant (*Chief Executive Officer*), conférant une valeur prédictive aux pertes de valeur comptabilisées avant le départ du dirigeant. Cette association est en outre plus forte lorsque la perte est inattendue au vu de la capitalisation boursière de la firme et de sa performance économique. De plus, la valeur informative des pertes de valeur comptabilisées varie selon la qualité de l'audit auquel l'entreprise est soumise. Pour ce dernier point, He *et al.* (2021) fournissent, sur le marché chinois, une analyse empirique qui met en évidence une association positive entre pertes de valeur sur *goodwill* et opinion d'audit, les charges de dépréciation s'avérant plus élevées lorsque les auditeurs de la firme sont des experts de l'industrie.

²⁰⁸ “An impairment loss recognized as a result of a transitional goodwill impairment test shall be recognized as the effect of a change in accounting principle. The effect of the accounting change and related income tax effects shall be presented in the income statement between the captions extraordinary items and net income.” FAS 142, par. 56. Notons cependant que l'exposé-sondage de 2001 propose de reporter ces éventuelles charges de dépréciation en résultat opérationnel et non en tant qu'élément hors-exploitation résultant d'un changement de principe comptable. FAS 142, par. B206.

Darrough *et al.* (2014) observent une réduction significative de la rémunération des dirigeants (en actions et en numéraire) lorsque des pertes de valeur sur *goodwill* sont comptabilisées. La baisse de rémunération en instruments de capitaux propres est observée plus particulièrement pour les firmes à forte intensité R&D, alors que la baisse de rémunération en numéraire est principalement le fait d'entreprises ayant conclu de grosses acquisitions sous mandat récent du dirigeant (*Chief Executive Officer*). Les résultats de cette étude tendent donc à souligner le rôle des comités de rémunération dans les instances de gouvernance, ces derniers sanctionnant les dirigeants en cas d'acquisitions destructrices de valeur.

Reprenant les arguments de Watts (2003) quant à l'impact des charges de dépréciation reconnues sur *goodwill* sur les clauses de garantie relatives à certains instruments de dette (*debt covenants*), Frankel *et al.* (2007) interrogent la valeur informative du *goodwill* et analysent l'impact des changements introduits par les normes FAS 141 et FAS 142. A la différence d'analyses existantes qui étudient l'effet de nouvelles dispositions comptables sur des clauses de garantie réputées figées, Frankel *et al.* (2007) conduisent une étude *ex-ante*, qui consiste à considérer les modifications apportées aux clauses de garantie afin d'évaluer le degré de neutralité des nouvelles normes et leur impact sur l'efficience contractuelle des clauses de garantie. Les résultats obtenus par Frankel *et al.* (2007) semblent confirmer la valeur informative du *goodwill*, de par la prédominance de clauses de garantie reposant sur des ratios de résultat net et d'actif net, incluant par conséquent les éléments de *reporting* relatifs au *goodwill*. Cependant, un changement de ces clauses est observé avec la promulgation des nouvelles dispositions comptables américaines, et une augmentation post-adoption des clauses exprimées sur des éléments corporels des états financiers, excluant ainsi le *goodwill*. Ces conclusions font écho aux résultats obtenus par Beatty and Weber (2006), suggérant qu'avec le modèle d'*impairment* et la méthode d'acquisition, le *goodwill* a perdu de sa valeur informative, pour une efficience contractuelle réduite. L'analyse *ex-ante* conduite par Frankel *et al.* (2007) semble montrer que les dispositions comptables relatives au *goodwill* ne sont pas neutres, les agents économiques modifiant leur comportement pour s'y adapter.

2.2.3 Evaluation du *goodwill* en date d'arrêté : les modèles comptables en concurrence

Certaines études empiriques antérieures aux nouvelles dispositions comptables US GAAP et IFRS mettent en évidence les limites du modèle d'amortissement appliqué au *goodwill* (Jennings *et al.*, 2001 ; Moehrle *et al.*, 2001). Ces travaux laissent suggérer que l'amortissement systématique du *goodwill* ne contient aucune valeur prédictive pour les investisseurs au moment d'évaluer la performance économique future de l'entreprise.

Olante (2013) suggère que les dispositions US GAAP relatives au test d'*impairment* améliorent la pertinence du modèle d'évaluation post-acquisition du *goodwill*. Alors qu'on observe, avant l'adoption de la norme FAS 141, une période s'étalant entre quatre et cinq ans, à compter de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, sans qu'aucune perte de valeur ne soit comptabilisée, cette période est réduite à deux-trois ans selon les résultats obtenus par Olante (2013). Ces résultats ne sont pas confirmés par Li and Sloan (2017), qui observent au contraire un retard accru dans la comptabilisation des charges de dépréciation, avec l'application des nouvelles dispositions comptables américaines. Ce retard dans la comptabilisation des pertes de valeur n'est pas anticipé par les participants de marché.

Chambers (2007) confirme l'utilité informative accrue des dispositions comptables introduites par la norme FAS 142. Ses résultats corroborent ceux de Chen *et al.* (2004). Cependant, l'analyse de Chambers (2007) va plus loin que les études alors existantes qui s'attachent à analyser la valeur informative du modèle d'*impairment*, soit en comparaison du modèle d'*impairment* de la norme FAS 121 (analyse comparée du test de dépréciation FAS 142 et FAS 121), soit en comparaison du modèle d'amortissement (évaluation du *goodwill* pre-FAS 142 et post-FAS 142). Chambers (2007) inclut dans son étude un modèle comptable visant à combiner l'amortissement systématique du *goodwill* et le test d'*impairment*. Tout en confirmant que les nouvelles dispositions FAS 142 accroissent la qualité des états financiers, Chambers (2007) suggère que le modèle comptable le plus pertinent serait celui qui, reposant sur un choix de politique comptable, intégrerait de manière conjointe amortissement systématique et test de dépréciation annuel.

Johansson *et al.* (2016) cherchent quant à eux à développer un modèle théorique qui interroge la pertinence du modèle dual combinant l'amortissement systématique du *goodwill* et le test de dépréciation – question réintroduite lors de la revue post-adoption de la norme IFRS 3. Pour Johansson *et al.* (2016), le *goodwill* comptable est inférieur au *goodwill* économique, en raison notamment des synergies attendues lors de l'intégration et non payées au vendeur, ou aux actifs de l'entreprise acquise qui restent non comptabilisés car non mesurables. Johansson *et al.* (2016) théorisent un modèle définissant une variable « tampon » (*buffer*) qui « protège » le *goodwill* comptable d'éventuelles charges de dépréciation. Pour Johansson *et al.* (2016), le modèle d'*impairment* gagne en pertinence s'il réplique, en date de test, l'allocation du prix d'acquisition (ce qui revient à modéliser une nouvelle acquisition). Ce principe théorique est repris et développé par Hellman and Hjelström (2023) à partir du constat suivant : la valeur d'utilité est déterminée sur la base de l'actif testé dans les conditions d'utilisation à la date du test d'*impairment*. Pour le *goodwill*, cela implique de tenir compte des flux de trésorerie du *goodwill* généré en interne durant la période d'intégration, ce qui déconnecte le *goodwill* acquis (en date d'acquisition) de la valeur d'utilité mesurée en date du test (post-acquisition). De plus, le modèle existant, mesurant la valeur d'utilité à un niveau plus élevé que le regroupement d'entreprises (phénomène dit de *headroom* ou « marge de manœuvre »), ne tient pas compte des synergies réalisées qui, théoriquement, devraient pourtant réduire le *goodwill* comptable à chaque test.

Ainsi, les éléments de recherche existants semblent montrer l'utilité informative limitée du modèle d'amortissement appliqué au *goodwill* en date d'arrêté, en comparaison au modèle de dépréciation rendu obligatoire en US GAAP et IFRS. Il faut cependant relever l'intérêt que semble présenter une approche duale consistant à combiner les deux modèles, alors même que cette approche a été éliminée par les dispositions comptables US GAAP et IFRS applicables au *goodwill*.

Muller *et al.* (2009) posent la question suivante : l'existence de charges potentielles de dépréciation constitue-t-elle une information interne à l'entreprise ? En effet, les résultats

de travaux empiriques divergent. Certaines recherches tendent à montrer que, sur la base d'indicateurs de surprise notamment, les valorisations boursières incorporent déjà d'éventuelles réductions du *goodwill* (Bens *et al.*, 2011 ; Gu and Lev, 2011). D'autres suggèrent au contraire que les investisseurs²⁰⁹ réagissent à l'annonce de pertes de valeur (Li *et al.*, 2010 ; Sun and Zhang, 2017). Pour répondre à cette question, Muller *et al.* (2009) posent l'hypothèse selon laquelle, si l'existence d'éventuelles pertes de valeur est une information interne non anticipée par le marché, les dirigeants chercheront à en tirer profit en entrant dans des transactions, à titre personnel, sur instruments de capitaux propres, avant de devoir reporter ces pertes de valeur. Si, au contraire, ces pertes sont reconnues en temps opportun ou anticipées par le marché, cette information interne n'est pas monétisable par les dirigeants. L'étude est conduite sur les pertes de valeur comptabilisées entre 2002 et 2007 par des firmes dont les états financiers sont conformes au référentiel américain. Des niveaux anormalement élevés de ventes, par les dirigeants, des actions qu'ils détiennent sont observés, et ce au moins deux ans avant l'annonce de charges de dépréciation.

D'autres travaux s'attachent à analyser les facteurs déterminants dans la comptabilisation d'une perte de valeur sur *goodwill* (Verriest and Gaeremynck, 2009 ; Glaum *et al.*, 2015). Glaum *et al.* (2015) analysent tout particulièrement l'impact du cadre institutionnel et réglementaire national sur la décision de certaines firmes à l'heure de comptabiliser une perte de valeur sur *goodwill*. Verriest and Gaeremynck (2009) formulent l'hypothèse selon laquelle les entreprises les plus performantes, reportant une information financière dans un cadre réglementaire et de gouvernance exigeante, montrent un niveau de qualité élevé à l'heure de fournir l'information relative aux tests de dépréciation, en conformité avec les mentions en annexe exigées par la norme IAS 36. Leurs résultats empiriques suggèrent en effet que les sociétés les plus performantes, dotées d'organes de gouvernance solides, présentent une qualité d'information financière élevée. Glaum *et al.* (2015) conduisent une étude sur un échantillon composé de 9 468 firmes (21 pays représentés) ayant reporté en

²⁰⁹ Y compris les investisseurs en instruments de dette ; Sun and Zhang (2017) observent une association négative entre la comptabilisation d'une perte de valeur sur écarts d'acquisition et la note de crédit des instruments de dette obligataire.

IFRS une charge de dépréciation sur écarts d'acquisition durant la période 2005-2010, ce qui inclut la crise financière de 2008. Glaum *et al.* (2015) observent un décalage entre comptabilisation et évolution du cours, ce qui sous-tend un comportement managérial visant à retarder la comptabilisation d'une perte de valeur. Ce décalage est atténué par la robustesse du cadre institutionnel et réglementaire national. Cependant, des facteurs endogènes à la firme, tels que la rémunération des dirigeants ou un risque de réputation, renforcent les comportements opportunistes.

Xu *et al.* (2011) interrogent la valeur informative du test de dépréciation du *goodwill* pour évaluer dans quelle mesure les nouvelles dispositions comptables renforcent, ou au contraire affaiblissent, la pertinence informative (*value relevance*) du modèle d'*impairment*. Xu *et al.* (2011) testent la valeur informative de ce modèle sur un échantillon de 431 firmes reportant une perte de valeur sur *goodwill* entre l'année 2003 et l'année 2006, en application de la norme FAS 142. Xu *et al.* (2011) analysent l'association entre valeur de la firme et perte de valeur selon le niveau de performance économique (sociétés reportant une perte ou au contraire un bénéfice net). Xu *et al.* (2011) observent une association significative entre valeur de la firme et perte de valeur, ce qui semble confirmer la pertinence du modèle d'*impairment*. Cependant, cette valeur informative est plus forte pour les firmes en position bénéficiaire. Pour les firmes reportant des pertes, la valeur informative du modèle d'*impairment* semble plus faible.

Sur la base d'un modèle prédictif visant à estimer les pertes de valeur attendues afin de les confronter aux pertes de valeur reportées par les firmes composant leur échantillon, Bens *et al.* (2011) étudient les réactions de marché aux pertes de valeur inattendues, soit la différence entre les charges de dépréciation estimées et les charges réellement comptabilisées. Cette étude est développée selon trois éléments caractérisant les firmes observées : l'asymétrie d'information, la taille des entreprises, et la complexité de leur modèle d'affaires. Ces trois dimensions ont pour objectif de confirmer ou au contraire infirmer les vues selon lesquelles l'application fiable du test d'*impairment* est plus ardue et plus coûteuse pour les sociétés de petite taille ou de taille moyenne, ainsi que pour les entreprises multisectorielles dont les synergies incluses dans les écarts d'acquisition sont

difficiles à allouer de manière fiable sur plusieurs unités de *reporting*. L'étude est conduite sur une période précédant l'adoption de la norme FAS 142 (1996 – 2001) et une période post-adoption s'étalant du deuxième semestre 2002 à l'année 2006. L'analyse des rendements boursiers au constat de pertes de valeur inattendues tend à montrer la valeur informative des charges de dépréciation comptabilisées, et ce même avant l'adoption de la nouvelle norme US GAAP. Bens *et al.* (2011) observent en effet une réaction significative du marché lorsqu'il y a une différence notable entre perte de valeur attendue et perte de valeur reportée. Avec l'adoption de la norme FAS 142, on constate une baisse de l'association négative entre rendement boursier et existence de pertes inattendues, et ce pour les firmes de grande taille ou les entités dont l'évolution du titre est largement couverte par les analystes financiers. En revanche, cette baisse n'est pas observée pour les modèles d'affaires multisegments, pour lesquels l'allocation du *goodwill* est réputée plus complexe. Ces résultats semblent donc confirmer que, même si l'information comptable a gagné en pertinence (*relevance*) grâce à des dispositions comptables visant à définir de manière spécifique les modalités d'un test d'*impairment* annuel²¹⁰, ceci s'est fait au détriment de la fiabilité (*reliability*) de l'information financière fournie, dû notamment au poids significatif d'estimations jugées critiques dans l'élaboration du test d'*impairment*, telle que l'évaluation de la juste valeur lorsque cette dernière s'avère invérifiable. Ceci confirme l'étude de Landsman (2007) qui reconnaît l'utilité informative, pour les investisseurs, des mentions en annexe. Bens *et al.* (2011) mettent cependant également en évidence le fait que l'utilité informative dépend de la source – interne ou externe – des estimés utilisés par les préparateurs des états financiers.

Knauer and Wöhrmann (2016) conduisent une analyse comparée IFRS (dispositions comptables de la norme IAS 36) et US GAAP (dispositions comptables de la norme FAS

²¹⁰ La norme US GAAP applicable avant l'adoption de la norme FAS 142, à savoir la norme FAS 121, ne comportait pas de dispositions spécifiques au *goodwill* et n'exigeait un test de dépréciation qu'en présence d'indicateurs de pertes de valeur éventuelles. L'organe normalisateur américain s'est montré critique durant la refonte des normes comptables relatives aux regroupements d'entreprises concernant les dispositions existantes en matière de tests de dépréciation : “*Previous standards provided little guidance about how to determine and measure goodwill impairment; as a result, the accounting for goodwill impairments was not consistent and not comparable and yielded information of questionable usefulness. This Statement provides specific guidance for testing goodwill for impairment.*” FAS 142 Summary – Reasons for Issuing This Statement.

142) en utilisant un échantillon composé de 564 pertes de valeur sur *goodwill* annoncées sur la période 2005-2009 par des firmes européennes et américaines. Comme pour Bens *et al.* (2011), l'analyse des rendements boursiers au constat de pertes de valeur inattendues tend à montrer la valeur informative des charges de dépréciation comptabilisées, et ce tant pour le référentiel IFRS que pour le référentiel américain. Les réactions de marché sont d'autant plus négatives dans un environnement réglementaire faible et lorsque les explications données par les dirigeants pour justifier ces pertes ne sont pas vérifiables.

Amel-Zadeh *et al.* (2013) analysent la pertinence informative du *goodwill* lors de l'adoption du référentiel IFRS en Grande-Bretagne, en étudiant plus particulièrement l'application du modèle d'*impairment* en lieu et place du modèle d'amortissement tel qu'appliqué en UK GAAP. Amel-Zadeh *et al.* (2013) testent à la fois la valeur informative du *goodwill* et les éventuels retards dans la comptabilisation des charges de dépréciation. Ils observent une moindre valeur informative du *goodwill* en IFRS ainsi qu'une moindre fiabilité dans la comptabilisation des charges de dépréciation. Ces éléments de recherche empirique rejoignent les commentaires reçus par les organes normalisateurs dans le cadre du projet de recherche sur l'évaluation des écarts d'acquisition et des actifs incorporels (FASB, 2019) : c'est moins le montant de la charge de dépréciation qui est utile aux utilisateurs des états financiers que l'existence même d'une perte de valeur. Cette utilité tend à diminuer lorsque cette dernière est reportée plusieurs années après l'acquisition.

Dans son article en deux parties traitant des approches prudentielles en comptabilité (*conservatism in accounting*), Watts (2003) précise que les dispositions comptables de la norme FAS 142 relatives au test d'*impairment* ne peuvent être qualifiées de prudentes, les estimations et postulats qui le sous-tendent n'étant pas objectivement vérifiables par les utilisateurs de l'information financière. Ces dernières reposent en effet presque entièrement sur la subjectivité des préparateurs des états financiers, ce qui les rend volontairement ou

involontairement manipulables²¹¹. La norme américaine s'appuie sur le concept de juste valeur pour insister sur le degré de neutralité attendue du test d'*impairment*. Dans la détermination de la juste valeur de l'unité de *reporting* testée pour dépréciation, la firme doit utiliser les hypothèses que formulerait un participant de marché et limiter l'utilisation de données spécifiques à l'entreprise. Pour Watts (2003) et Ramanna and Watts (2012), le recours à la notion de juste valeur est toutefois insuffisante, les dirigeants pouvant argumenter qu'une perte de valeur subséquemment avérée et non détectée dans un test d'*impairment* peut résulter de facteurs extérieurs à l'entreprise et hors de son contrôle, ce qui ne peut être juridiquement et « objectivement démontré comme juste ou faux »²¹². Ramanna and Watts (2012) formulent l'hypothèse selon laquelle les préparateurs des états financiers auront tendance à utiliser cette inefficience normative. Deux raisons peuvent principalement conduire les dirigeants à éviter, ou retarder, la comptabilisation de pertes de valeur. La première correspond à la détention d'information propre à l'entreprise – par nature non publique – sur les flux de trésorerie futurs attendus du regroupement d'entreprises, les conduisant à croire à une sous-évaluation du titre sur le marché boursier²¹³, postulat corroboré *ex-post* par un rendement boursier positif. Les résultats de cette étude ne permettent pas de confirmer cette première raison. Ils ne permettent donc pas de démontrer le postulat formulé par le FASB selon lequel le test d'*impairment* permet de rendre publique l'information interne à l'entreprise relative aux flux de trésorerie futurs, accroissant de cette manière la valeur confirmative du nouveau modèle comptable. La deuxième raison tient à un comportement plus opportuniste, les dirigeants cherchant à éviter l'impact défavorable qu'aurait une perte de valeur sur des éléments de rémunération et de réputation ou des considérations d'ordre purement financier (conséquence sur le coût du capital ou le respect de clauses de garanties propres à certains instruments de dette). Pour cette seconde hypothèse, les résultats obtenus par Ramanna and Watts (2012) suggèrent que tant la rémunération des dirigeants que d'éventuelles ruptures de clauses de

²¹¹ “Assessing impairment requires valuation of future cash flows. Because those future cash flows are unlikely to be verifiable and contractible, they, and valuation based on them, are likely to be manipulated.” Watts (2003), p. 21-22. Egalement cité dans Hayn and Hughes (2006).

²¹² Ramanna and Watts (2012), p. 750.

²¹³ L'équipe dirigeante détient une information, non communiquée au marché, les amenant à croire à de futurs flux de trésorerie positifs. Ces sociétés auront recours par exemple à des programmes de rachats d'actions, ou leurs dirigeants procéderont à des achats d'actions à titre privé.

garantie sont associées à des sociétés ne reportant aucune perte de valeur alors que le ratio Valeur comptable des capitaux propres/Capitalisation boursière (*Book to Market Ratio*) est supérieur à 1, ce ratio montrant que le marché a déjà anticipé une perte de valeur. Il s'agit ainsi d'un comportement discrétionnaire des dirigeants quant à la comptabilisation d'une charge de dépréciation afin de ne pas être en rupture de clauses de garantie ou ne pas avoir à renoncer à une rémunération en actions soumises à certaines conditions de performance. De même, Masters-Stout *et al.* (2008) cherchent à mettre en lumière le comportement opportuniste des dirigeants en étudiant les dépréciations de *goodwill* en début de mandat de l'équipe dirigeante. Ces comportements opportunistes peuvent être motivés par plusieurs raisons : ne pas se rendre compte de décisions managériales antérieures à leur gestion ; améliorer la profitabilité future en dépréciant totalement le *goodwill* en début de mandat (phénomène dit de *big bath*) ; ou au contraire procéder à une évaluation objective des unités génératrices de trésorerie lors du changement de direction.

En novembre 2024, la SEC a condamné la société United Parcel Service Inc. à payer une amende de 45 millions de dollars U.S. pour l'application erronée des dispositions comptables relatives au test de dépréciation²¹⁴ (Fernandes, 2025). Alors que certains indicateurs de perte de valeur étaient déjà observés, en 2019, au niveau de l'unité de reporting sur laquelle le *goodwill* était alloué, UPS a pu retarder la comptabilisation d'une lourde charge de dépréciation représentant 32% de la valeur comptable de ses capitaux propres en utilisant l'évaluation obtenue d'un cabinet d'experts indépendants, ce dernier ayant valorisé l'activité à plus de 2 milliards de dollars U.S., alors que la vente s'est finalement conclue à 800 millions de dollars U.S.. A partir de cet exemple, Fernandes (2025) souligne le danger des dispositions normatives américaines qui laissent une large place à la subjectivité des équipes dirigeantes. En effet, ces dernières se montreront toujours réticentes à déprécier un *goodwill* car toute perte de valeur est un aveu d'échec dans l'intégration de l'entreprise acquise, ou la preuve d'un surpris au moment de l'acquisition (Fernandes, 2015 ; Fernandes, 2019).

²¹⁴ En décembre 2020, une condamnation de la même nature a été prononcée à l'encontre de Sequential Brands Group Inc. Le communiqué de presse est disponible au lien suivant : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-315>

Avec l'adoption de la norme IFRS 3 et les amendements apportés à la norme IAS 36 introduisant le test d'*impairment* annuel sur *goodwill*, AbuGhazaleh *et al.* (2012) avancent des résultats empiriques suggérant l'alignement entre information privée – rendue accessible aux investisseurs au travers du test d'*impairment* – et information publique, accroissant ainsi la valeur informative du test de dépréciation sur *goodwill*. Ceci correspond à la première hypothèse testée par Ramanna and Watts (2012), mais appliquée au référentiel IFRS. AbuGhazaleh *et al.* (2012) cherchent à trancher le débat opposant les partisans de l'IASB qui voient dans le fort degré de jugement laissé à la seule discrétion des préparateurs des états financiers une opportunité de diminuer l'asymétrie d'information en fournissant aux investisseurs une information utile quant aux flux de trésorerie futurs attachés aux regroupements d'entreprises, et leurs opposants, qui, eux, dénoncent le risque d'une valeur de *goodwill* déconnectée de sa réalité économique, les dirigeants tirant profit de manière opportuniste du caractère subjectif des estimés nécessaires au test d'*impairment*. AbuGhazaleh *et al.* (2012) évaluent la qualité informative des tests d'*impairment* conduits en Grande-Bretagne entre 2005 et 2006 (soit un échantillon de 528 observations) en analysant l'association entre valeur de marché (capitalisation boursière) et pertes de valeur sur *goodwill*. Une association négative significative est observée entre ces deux éléments : lors de l'annonce d'une charge de dépréciation suite à un test d'*impairment*, la valeur de marché diminue afin de corriger et refléter cette perte de valeur dans l'évaluation de la firme par les participants de marché, tendant ainsi à montrer sa qualité informative, au contraire des résultats observés outre-Atlantique (Ramanna and Watts, 2012). Le fait que le test d'*impairment* décrit dans la norme IAS 36 diffère du modèle US GAAP pourrait expliquer ces résultats divergents. Les dispositions comptables internationales exigent en effet que le test d'*impairment* soit conduit sur une unité génératrice de trésorerie, réputée plus petite que l'unité de *reporting* US GAAP, en comparant directement, sans étape préalable comme c'est le cas en US GAAP, la valeur nette comptable de l'unité testée et sa valeur recouvrable, cette dernière correspondant au montant le plus élevé entre la valeur d'utilité (estimée le plus fréquemment à partir d'un modèle DCF) et la juste valeur, nette de coûts de vente.

Une étude finlandaise conduite en 2011 auprès de cabinets d'audit, dont les firmes internationales les plus renommées (*Big4*²¹⁵), analyse la perception qu'ont les auditeurs chargés de certifier la conformité des états financiers avec le référentiel IFRS du degré de subjectivité et du comportement opportuniste des préparateurs des états financiers lors de la conduite du test d'*impairment* annuel (Pajunen and Saastamoinen, 2013). Cette étude repose sur l'envoi de 523 questionnaires auprès d'auditeurs certifiés, avec un taux de réponse exploitable s'élevant à 23.5%. Les résultats recensent deux opinions largement polarisées. Une première catégorie de sondés perçoit les nouvelles dispositions IFRS comme un levier favorable au comportement opportuniste des dirigeants, notamment quand la comptabilisation de charges de dépréciation nuit à leur rémunération variable, confortant ainsi les résultats de Ramanna and Watts (2012). Une deuxième catégorie, moins sceptique, croit à la qualité informative du nouveau modèle d'*impairment* IFRS. Les *Big4* faisant partie de cette seconde catégorie, cela pourrait révéler un conflit d'intérêts pour ces firmes internationales dont les honoraires dépendent en grande partie de la certification auprès de sociétés cotées dont l'information financière doit être conforme aux référentiels internationaux²¹⁶. Dans une autre étude, ces mêmes auteurs, associés à deux autres chercheurs, ont cette fois interrogé la perception plus ou moins critique qu'ont les analystes financiers des modèles comptables relatifs au *goodwill* (Saastamoinen *et al.*, 2018). On observe alors que la formation comptable et le niveau d'expérience professionnelle pluri-sectorielle accroissent le regard critique des analystes envers le modèle de dépréciation. Ceci est en nette contradiction avec l'opinion favorable qu'expriment les auditeurs dans l'étude de Pajunen and Saastamoinen (2013), alors que ces derniers bénéficient pourtant du degré de formation comptable nécessaire à une telle approche critique.

Dans leur étude couvrant la période 2006-2011 et conduite sur 4 474 sociétés européennes cotées, Amiraslani *et al.* (2013) constatent que le retard dans la comptabilisation des charges de dépréciation sur actifs immobilisés (*goodwill* inclus) est moins important pour

²¹⁵ Il s'agit des cabinets d'audit Deloitte, Ernst & Young (EY), KPMG et PricewaterhouseCoopers (PwC).

²¹⁶ C'est dans ce contexte que certains cabinets d'audit, dont PwC, s'opposent à un retour au modèle d'amortissement, même pour les sociétés non cotées (PwC, 2013). Pour plus de détails sur ce point, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.1. du Chapitre I.

les sociétés dont les titres sont négociés sur des marchés de capitaux où les exigences réglementaires sont fortes²¹⁷. Cette étude classe l'échantillon selon les catégories institutionnelles identifiées par Leuz (2010). Le fait que la Grande-Bretagne soit présente, avec l'Irlande, dans la première catégorie (*outsiders*) identifiée par Amiraslani *et al.* (2013), confirmerait les résultats positifs d'AbuGhazaleh *et al.* (2012). La Finlande, quant à elle, se classe dans la deuxième catégorie, ce qui semble en ligne avec le résultat non tranché de l'enquête menée par Pajunen and Saastamoinen (2013).

Laghi *et al.* (2013) analysent la pertinence du modèle IFRS de dépréciation du *goodwill* sur une période de quatre ans (2008-2011) et sur la base de deux échantillons : un échantillon composé exclusivement de firmes britanniques, et un échantillon composé de firmes cotées sur un marché de capitaux d'un des pays suivants : France, Allemagne, Italie, Portugal, Espagne et Royaume-Uni. Laghi *et al.* (2013) observent alors une association négative entre perte de valeur sur *goodwill* et capitalisation boursière, mais en mettant en évidence l'influence d'un autre facteur déterminant, à savoir une période de difficultés financières, l'association étant significative pour deux années seulement, 2008 et 2009, soit durant la crise financière.

Une étude réalisée par Carlin and Finch (2009), puis révisée en 2010 (Carlin and Finch, 2010) suite aux commentaires ou controverses soulevés sur la robustesse des procédés de recherche et de documentation académique de l'étude (Gallery, 2009 ; Lonergan, 2009 ; Bradbury, 2010), compare, pour 105 firmes australiennes, le taux d'actualisation utilisé dans les tests annuels de dépréciation²¹⁸ avec leurs propres estimations. Leur article met ainsi en évidence un écart significatif et non expliqué entre les taux utilisés par ces firmes et les taux que les auteurs ont pu déterminer de manière observable et objective. Sur cette

²¹⁷ Les résultats de cette étude relatifs à la qualité et la conformité des mentions en annexe concernant les charges de dépréciation sur actifs immobilisés, y compris les pertes de valeur comptabilisées sur *goodwill*, sont inclus dans l'état de la recherche présenté au paragraphe 2.1.3. de cette section.

²¹⁸ La mention en annexe du taux d'actualisation est obligatoire lors de la comptabilisation d'une perte de valeur significative et lorsque la valeur recouvrable a été déterminée sur la base de flux de trésorerie actualisés (IAS 36, par. 130). Il convient de noter que ce taux s'exprime avant impôt, ce qui est une différence notable avec le modèle financier présenté au paragraphe 1.1.2. du Chapitre I et constitue une des propositions de changements formulées par l'IASB dans l'exposé-sondage publié en 2024. Cet élément est également soulevé par Petersen and Plenborg (2010). Cette mention en annexe n'est pas obligatoire dans le référentiel comptable américain.

base, Carlin and Finch (2010) questionnent non seulement la qualité des informations fournies en annexe mais aussi la validité des évaluations ainsi que le montant des charges de dépréciation reportées par ces entités, tout en induisant un comportement opportuniste des dirigeants dans l'utilisation de cet estimé. En outre, Carlin and Finch (2010) observent une non-conformité avec les dispositions comptables en matière de comptabilisation et mentions obligatoires en annexe pour les 50 firmes australiennes incluses dans l'échantillon et reportant un niveau élevé de *goodwill*, et ce sur les deux exercices suivant l'adoption des dispositions comptables IFRS. Sur un échantillon composé de 287 firmes cotées ayant reporté une perte de valeur entre 2005 et 2010, Guthrie and Pang (2013), poursuivant l'analyse de Carlin et Finch (2010), relèvent une persistance de cette non-conformité avec les dispositions de la norme australienne relative aux charges de dépréciation des actifs non-financiers, et plus particulièrement du *goodwill*, au-delà des effets transitoires étudiés par Carlin and Finch (2010).

Andre *et al.* (2018) analysent les mentions en annexe rendues obligatoires par l'application de la norme IAS 36 et de la norme IAS 38. Andre *et al.* (2018) mettent en évidence une pertinence des informations fournies, ces dernières ayant un effet mesurable sur les prévisions des analystes. Cependant, malgré un niveau de conformité élevé (moyenne de 84%), les informations fournies dans le cadre des tests de dépréciation sont plus parcellaires que celles relatives aux actifs incorporels, en application de la norme IAS 38. En revanche, l'étude conduite par Glaum *et al.* (2013) sur dix-sept pays européens²¹⁹ relève un degré élevé de non-conformité avec les dispositions obligatoires en matière de mentions en annexe telles que prescrites par les normes IFRS 3 et IAS 36. Les facteurs déterminants expliquant cette non-conformité sont de deux types : spécifiques au pays, et spécifiques à l'entreprise. Au niveau national, la taille des marchés de capitaux et la robustesse du cadre réglementaire sont associées à un degré de conformité élevé. Au niveau de l'entreprise, le poids des écarts d'acquisition dans le bilan consolidé, l'antériorité et l'expérience dans l'application des normes IFRS ou l'existence d'un comité d'audit sont des facteurs déterminants en termes de conformité. Ainsi, malgré les objectifs d'uniformité et

²¹⁹ Autriche, Belgique, République tchèque, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Hongrie, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Pologne, Espagne, Suède, Suisse et Grande-Bretagne.

comparabilité de l'information financière affichés par l'organe de normalisation (IASB) et les instances juridiques européennes (EFRAG, Commission Européenne), il existe encore un « déterminisme » culturel national, également identifié par Mazzi *et al.* (2018) ou Alshehabi *et al.* (2021), qui, combiné à des facteurs propres à l'entreprise, constitue un frein à l'harmonisation communautaire des marchés européens de capitaux.

2.3 Avantages économiques attendus des regroupements d'entreprises et couts d'intégration : revue de la littérature

L'état de la recherche de cette thèse inclut également la revue de la littérature traitant d'une thématique inhérente aux regroupements d'entreprises, à savoir les couts à engager en phase d'intégration afin de réaliser les synergies attendues. Cela est particulièrement vrai des charges de restructuration induites par la réalisation de certaines synergies de couts, comme l'élimination de fonctions dupliquées et la réorganisation des activités autour des procédés les plus efficaces dont des économies de couts sont attendues (Figure 5). Alors qu'il existe une littérature riche, en finance et en sciences du management sur le lien entre emploi et opérations de fusions-acquisitions (Brown and Medoff, 1988 ; Conyon *et al.*, 2001 ; Conyon *et al.*, 2002 ; Lehto and Böckerman, 2008), les recherches comptables relatives aux couts à engager post-acquisition, dont les plans de restructuration, afin de réaliser les avantages économiques futurs attendus des regroupements d'entreprises, restent limitées.

Krishnan and Park (2002) est le premier article à interroger les plans de restructuration décidés et lancés post-acquisition afin de réaliser les synergies escomptées, en vue de déterminer si ces couts de restructuration augmentent la performance économique du regroupement d'entreprises. Cet article s'inscrit dans la lignée des travaux de Chatterjee (1992) et O' Shaughnessy and Flanagan (1998).

Chatterjee (1992) interroge les sources de création de valeur attendue d'un regroupement d'entreprises et suggère que cette dernière est générée soit par la réalisation de synergies, soit par des mesures de restructuration ouvrant de nouvelles opportunités de gains au sein de l'entreprise-cible. O' Shaughnessy and Flanagan (1998) cherchent à déterminer dans

quelle mesure il est pertinent d'affirmer que la majeure partie des regroupements d'entreprises est suivie d'un plan de restructuration visant à réduire les effectifs.

L'étude d'O' Shaughnessy and Flanagan (1998) utilise un échantillon composé de 136 acquisitions d'entreprises conclues sur la période 1989-1993. L'échantillon ne se limite pas à des firmes américaines. O' Shaughnessy and Flanagan (1998) semblent confirmer la probabilité d'un plan de licenciement après un regroupement d'entreprises, soit entre firmes américaines, soit en cas d'acquisitions d'entreprises étrangères. En revanche, O' Shaughnessy and Flanagan (1998) observent une association négative entre chiffre d'affaires par employé et la probabilité qu'un plan de restructuration soit annoncé, laissant supposer que les synergies de revenus peuvent se réaliser sans coûts induits de restructuration.

La recherche conduite par Krishnan and Park (2002) couvre la période 1992-1995 car cette période correspond à une période de croissance aux Etats-Unis. Krishnan and Park (2002) sélectionnent à partir de la base de données Mergerstat Review les acquisitions d'entreprises jugées de grande taille (prix payé supérieur à 1 million de dollars U.S.). L'échantillon ne comprend que des entreprises américaines cotées (tant l'entreprise acheteuse que l'entreprise-cible) avec un niveau de chiffre d'affaires supérieur à 200 millions de dollars U.S. L'échantillon d'origine inclut 98 observations, réduit à 60 observations une fois collectées toutes les données nécessaires à l'étude. Sur la totalité des 60 transactions, 42 firmes ont engagé des réductions d'effectifs, soit dans l'entreprise acquise, soit dans l'entreprise acheteuse. Krishnan and Park (2002) testent l'association entre ces mesures de restructuration et la performance économique post-acquisition sur la base de la rentabilité des capitaux propres. Krishnan and Park (2002) observent un impact négatif et significatif des mesures de restructuration sur la performance post-acquisition, ce qui laisse suggérer que les mesures de réduction d'effectifs en vue de réaliser les synergies attendues du regroupement d'entreprises sont préjudiciables tant à l'organisation nouvellement consolidée qu'aux deux entreprises (consolidante et consolidée) prises séparément.

Ces conclusions sont complétées par Krishnan *et al.* (2007) en testant non seulement l'association entre réductions d'effectifs, et performance post-acquisition mais aussi entre réductions d'effectifs et prime de contrôle. Les résultats de cette étude semblent suggérer que le paiement d'une prime de contrôle engendre des mesures visant à réduire les effectifs, ce qui pénalise la performance post-acquisition. Dans cet article, Krishnan *et al.* (2007) utilisent un échantillon composé de 174 regroupements d'entreprises conclus sur la période 1992-1998 et suggèrent que les plans de restructuration lancés en phase d'intégration nuisent à la compétitivité du groupe nouvellement constitué, par la prédominance du savoir-faire et du capital humain dans les ressources-clés du modèle d'affaires.

Barkema and Schijven (2008) théorisent la notion de « restructuration organisationnelle » afin de libérer la réalisation de synergies post-acquisition. Barkema and Schijven (2008) étudient les décisions prises post-acquisition et suggèrent qu'une phase de restructuration, au même titre qu'une phase d'intégration, est nécessaire une fois conclue l'acquisition d'entreprise afin de réaliser les avantages économiques attendus du modèle d'affaires et de l'organisation nouvellement consolidés. Cet article repose sur une période longue (entre 1966 et 2005) et un large échantillon (près de 1 600 acquisitions). Barkema and Schijven (2008) suggèrent enfin que les phases de restructuration organisationnelle évoluent en fonction de l'expérience acquise par les firmes soit en termes de stratégie par acquisitions, soit en termes de restructuration.

Abor *et al.* (2011) interrogent l'influence d'une gouvernance d'entreprise robuste sur la performance économique du regroupement d'entreprises post-acquisition et les éventuels plans de restructuration et/ou réorganisation, ces derniers pouvant prendre trois formes : des réductions d'effectifs, des désinvestissements d'une ou plusieurs activités, ou au contraire le lancement de nouvelles acquisitions d'entreprises. Ces travaux semblent confirmer la tendance à ce type de mesures une fois conclue l'acquisition d'entreprise. Abor *et al.* (2011) inscrivent leur étude dans les travaux de Jensen (1986) selon lesquels les décisions de restructuration et/ou réorganisation sont fonction de problèmes d'agence, requérant une gouvernance d'entreprise robuste pour limiter ces coûts d'agence. Abor *et al.* (2011) observent, sur la base d'un échantillon composé de 649 firmes américaines ayant

conclu des acquisitions d'entreprises sur la période 1991-2009, une association significative entre gouvernance d'entreprise et changements dans la structure salariale de ces firmes. Les entreprises acheteuses présentant un cadre de gouvernance faible ont tendance à réduire leurs effectifs et présentent des niveaux de performance inférieurs à ceux observés pour des firmes n'ayant pas lancé de plans de licenciement post-acquisition. Ces résultats suggèrent que ces mesures de réductions d'effectifs sont préjudiciables à la création d'avantages économiques futurs. En revanche, un cadre robuste de gouvernance d'entreprise ne semble pas affecter la probabilité de futurs désinvestissements. Cependant, les entreprises acheteuses ayant lancé ce type de plans de réorganisation présentent une performance économique moins élevée que les firmes n'ayant pas eu recours à ce genre de mesures. Enfin, les résultats d'Abor *et al.* (2011) semblent confirmer les conclusions de Jensen (1986) selon lesquelles une stratégie agressive de croissance par acquisitions successives accroît les problèmes d'agence. Ces conclusions semblent également confirmer les résultats observés par Paul (2007) quant aux actions correctives (réorganisations et désinvestissements d'actifs) décidées par les conseils d'administration (et plus précisément les administrateurs indépendants) en cas de baisse des rendements boursiers suivant l'annonce d'acquisitions d'entreprises.

Kuvandikov *et al.*, (2014) analysent le lien entre détention par les dirigeants d'actions et instruments de capitaux propres et le maintien de l'emploi après la conclusion d'acquisitions d'entreprises. L'étude inclut également d'autres facteurs de gouvernance visant à éviter les problèmes d'agence. L'étude de Kuvandikov *et al.*, (2014) s'appuie sur un échantillon de 235 acquisitions d'entreprises conclues par des firmes cotées sur un marché britannique de capitaux entre 1999 et 2000. Kuvandikov *et al.*, (2014) observent qu'un niveau élevé de détention d'instruments en capitaux propres par les dirigeants est associé à une probabilité plus faible de plans de restructuration post-acquisition. Une association positive est en outre observée entre détention d'instruments de capitaux propres par les dirigeants et croissance de l'emploi. Ces résultats suggèrent que les équipes dirigeantes dont les intérêts sont alignés avec ceux des actionnaires sont plus diligentes dans la mise en oeuvre de regroupements d'entreprises et sélectionnent les investissements pouvant constituer de réels vecteurs de croissance pour l'entreprise.

Partant du constat que la recherche empirique est encore limitée quant à l'importance des plans de réduction d'effectifs dans la réalisation des synergies attendues post-acquisition – alors que ce sujet est au cœur des discussions entre acquéreurs et vendeurs durant la phase de négociation des regroupements d'entreprises – Dessaint *et al.* (2017) étudient l'impact que peut avoir l'environnement juridique (Droit social) et institutionnel (instances politiques, organisations syndicales et de représentation du personnel) sur le nombre et la fréquence des acquisitions d'entreprises et sur le montant des synergies attendues en phase d'intégration. Dessaint *et al.* (2017) observent une réduction des regroupements d'entreprises, en taille et en nombre, lors de réformes juridiques et réglementaires visant la protection de l'emploi dans les pays inclus dans leur étude. En outre, ces réformes ont également un effet sur les synergies post-acquisition (une réduction observée d'entre 50% et 80%), ce qui semble suggérer que les plans de réductions d'effectifs sont un élément majeur dans la réalisation des synergies attendues des regroupements d'entreprises.

2.4 Synthèse de l'état de la recherche

Tableau 6 : Etat de la recherche : synthèse des principaux articles traitant des dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives aux regroupements d'entreprises

	Comptabilisation initiale	Comptabilisation en date d'arrêté
Modèle comptable	• Méthode de l'acquisition • <i>Goodwill</i> en tant qu'écart résiduel de l'allocation du prix d'acquisition	• Modèle de dépréciation (<i>impairment</i>) du <i>goodwill</i> en lieu et place du modèle d'amortissement
Objectif des organes normalisateurs (FASB et IASB)	• Accroître l'utilité des états financiers en donnant la primauté au bilan (pertinence et représentation économique de la transaction sous-jacente)	• Réduire l'asymétrie d'information entre préparateurs et utilisateurs des états financiers en rendant publiques certaines informations spécifiques à l'entreprise
Thématiques traitées et articles de recherche	• Utilité informative du <i>goodwill</i> en tant qu'actif (<i>value relevance</i>) : travaux de Jennings <i>et al.</i> (1996) ; Henning <i>et al.</i> (2000) ; Olante (2013) ; Yehuda <i>et al.</i> (2017) ; Li and Sloan (2017) ; Burger and Wen (2021) • Utilité informative dans le cadre d'un projet d'adoption du référentiel IFRS : Callao <i>et al.</i> (2007) ; Aharony <i>et al.</i> (2010) ; Oliveira <i>et al.</i> (2010) ; Sahut <i>et al.</i> (2011) ; Hamberg <i>et al.</i> (2011) ; Martinez <i>et al.</i> (2014) ; Hamberg and Beisland (2014) ; Baboukardos and Rimmel (2014) ; Pechlivanidis <i>et al.</i> (2022) • Comportements opportunistes dans l'allocation du prix d'acquisition : Deng and Lev (2006) ; Kimbrough (2007) ; Detzen and Zulch (2012) ; Akbulut <i>et al.</i> (2014) ; Paugam <i>et al.</i> (2015) ; Bugeja and Loyeung (2015) ; Zhang and Zhang (2017) • Utilité informative des mentions en annexe : Hayn and Hughes (2006) ; Shalev (2009) ; Al Jifri and Citron (2009) ; Amel-Zadeh <i>et al.</i> (2013) ; Amiraslani <i>et al.</i> (2013) ; Camodeca <i>et al.</i> (2013) ; Boennen and Glaum (2014) ; ESMA (2014) ; Iatridis <i>et al.</i> (2022) • Neutralité des nouvelles dispositions comptables : Kanodia <i>et al.</i> (2005) ; Frankel <i>et al.</i> (2007) ; Ramanna and Watts (2012)	• Utilité informative du test d'<i>impairment</i> : Hayn and Hughes (2006) ; Muller <i>et al.</i> (2009) ; Li <i>et al.</i> (2010) ; Gu and Lev (2011) ; Bens <i>et al.</i> (2011) • Nécessité d'informations complémentaires post-acquisition relatives à la performance économique des regroupements d'entreprises : Hayn and Hughes (2006) • Utilité informative des pertes de valeur : Watts (2003) ; Chen <i>et al.</i> (2004) ; Li <i>et al.</i> (2010) ; Chalmers <i>et al.</i> (2011) ; Chalmers <i>et al.</i> (2012) ; Ramanna and Watts (2012) ; Olante (2013) ; Li and Sloan (2017) ; Guler (2018) ; Bagna <i>et al.</i> (2023) • Utilité informative du test d'<i>impairment</i> dans un environnement institutionnel, de gouvernance ou de rémunération particulier : Beatty and Weber (2006) ; AbuGhazaleh <i>et al.</i> (2011) ; Amiraslani <i>et al.</i> (2013) ; Siggelkow and Zülch (2013) ; Laghi <i>et al.</i> (2013) ; Darrough <i>et al.</i> (2014) ; Saastamoinen <i>et al.</i> (2018) ; Mazzi <i>et al.</i> (2018) ; Alshehabi <i>et al.</i> (2021) ; Cowan <i>et al.</i> (2023) • Comportements opportunistes permis par l'imprécision du modèle d'<i>impairment</i> : Watts (2003) ; Masters-Stout (2008) ; Ramanna and Watts (2012) ; Pajunen and Saastamoinen (2013) • Utilité informative des mentions en annexe : Carlin and Finch (2010) ; Guthrie and Pang (2013) ; Glaum <i>et al.</i> (2013) ; Andre <i>et al.</i> (2018)

L'état de la recherche traite de la comptabilisation du *goodwill* en tant qu'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, et plus précisément en application des dispositions comptables US GAAP, depuis l'adoption des normes FAS 141 et FAS 142, et IFRS, depuis l'adoption des normes IFRS 3 et IAS 36) (Tableau 6).

La revue de la littérature s'ancre dans un article central (Kanodia *et al.*, 2005) afin de circonscrire à une problématique commune un champ de recherche académique relativement vaste. Les résultats des travaux académiques existants sont confrontés à la lumière de l'argument suivant, avancé par Kanodia *et al.* (2005) : en normalisation comptable, un niveau d'imprécision est nécessaire afin d'accroître la valeur informative des modèles comptables appliqués. La méthode de l'acquisition lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, puis l'application du modèle d'*impairment* en périodes subséquentes ont accru ce niveau d'imprécision, par le recours à des données non vérifiables de juste valeur dans l'allocation du prix d'acquisition, d'information interne difficilement vérifiable dans la conduite des tests d'*impairment*, d'informations à fournir en annexe qui restent somme toute générales. Malgré cet état de fait, la recherche académique analyse dans quelle mesure ces nouvelles dispositions comptables ont accru l'utilité informative des états financiers, et plus précisément du bilan (Penman, 2009), comme le prévoient les organes normalisateurs. L'état de la recherche présentée dans cette thèse couvre deux temps comptables : dans un premier temps, la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, y compris l'information fournie dans les notes aux états financiers quant à la nature du *goodwill*, ses composantes, et l'allocation du prix d'acquisition ; dans un second temps, la comptabilisation en périodes subséquentes, soit l'évaluation en date d'arrêt du *goodwill* post-acquisition.

En comptabilisation initiale, de nombreuses études académiques s'attachent à interroger la pertinence et la valeur informative du *goodwill* reconnu en tant qu'actif (Jennings *et al.*, 1996 ; Henning *et al.*, 2000 ; Olante, 2013 ; Yehuda *et al.*, 2017 ; Li and Sloan, 2017 ; Burger and Wen, 2021). Un autre axe de recherche analyse plus particulièrement l'allocation du prix d'acquisition et la détection d'éventuels comportements opportunistes des dirigeants (Deng and Lev, 2006 ; Kimbrough, 2007 ; Detzen and Zulch, 2012 ; Akbulut

et al., 2014 ; Bugeja and Loyeung, 2015 ; Paugam *et al.*, 2015 ; Zhang and Zhang, 2017). D'autres travaux traitent plus spécifiquement de l'utilité informative des mentions en annexe relatives au regroupement d'entreprises (Shalev, 2009 ; Al Jifri and Citron, 2009 ; Amel-Zadeh *et al.*, 2013) surtout au vu de la qualité des informations fournies dans les notes aux états financiers (Amiraslani *et al.*, 2013 ; Camodeca *et al.*, 2013 ; Boennen and Glaum, 2014 ; ESMA, 2014 ; Iatridis *et al.*, 2022). Hayn and Hughes (2006) interrogent la valeur prédictive des mentions en annexe et leur capacité à anticiper d'éventuelles pertes de valeur, mettant en évidence la nécessité de fournir post-acquisition une information financière utile quant aux performances économiques de l'entreprise durant la phase d'intégration. Concernant l'évaluation post-acquisition du *goodwill* et l'application du modèle d'*impairment*, l'état de la recherche recense de nombreux travaux académiques sur la valeur informative du modèle d'*impairment* et dans quelle mesure les pertes de valeur constituent une information interne à l'entreprise (Muller *et al.*, 2009 ; Li *et al.*, 2010 ; Gu and Lev, 2011 ; Bens *et al.*, 2011). Certains travaux analysent l'alignement entre valeur comptable du *goodwill* et valeur économique contenue dans les rendements boursiers des entreprises acheteuses ou la réaction des participants de marché aux pertes de valeur (Watts, 2003 ; Chen *et al.*, 2004 ; Li *et al.*, 2010 ; Chalmers *et al.*, 2011 ; Ramanna and Watts, 2012 ; Chalmers *et al.*, 2012 ; Olante, 2013 ; Li and Sloan, 2017 ; Guler, 2018 ; Bagna *et al.*, 2023). En outre, de nombreuses recherches ont été conduites en Europe dans le cadre de l'adoption obligatoire du référentiel IFRS par les sociétés cotées sur un marché de l'Union Européenne, une des différences majeures avec le référentiel national jusque-là appliqué étant l'évaluation du *goodwill* en date d'arrêté (Callao *et al.*, 2007 ; Aharony *et al.*, 2010 ; Oliveira *et al.*, 2010 ; Hamberg *et al.*, 2011 ; Sahut *et al.*, 2011 ; Baboukardos and Rimmel, 2014 ; Martinez *et al.*, 2014 ; Hamberg and Beisland, 2014 ; Pechlivanidis *et al.*, 2022). D'autres auteurs s'intéressent en revanche à l'utilité informative du test d'*impairment* dans le cadre d'un environnement institutionnel, de gouvernance ou une politique de rémunération particuliers (Beatty and Weber, 2006 ; AbuGhazaleh *et al.*, 2011 ; Amiraslani *et al.*, 2013 ; Siggelkow and Zülch, 2013 ; Laghi *et al.*, 2013 ; Darrough *et al.*, 2014 ; Saastamoinen *et al.*, 2018 ; Mazzi *et al.*, 2018 ; Alshehabi *et al.*, 2021 ; Cowan *et al.*, 2023) et aux comportements opportunistes permis par l'imprécision et le jugement professionnel inhérents aux tests d'*impairment* (Watts, 2003 ; Masters-Stout,

2008 ; Ramanna and Watts, 2012 ; Pajunen and Saastamoinen, 2013). Certains articles de recherche soulignent le manque de qualité et de robustesse dans les informations fournies ou utilisées lors d'un test d'*impairment* (Carlin and Finch, 2010 ; Glaum *et al.*, 2013 ; Guthrie and Pang, 2013 ; Andre *et al.*, 2018). Enfin, d'autres travaux interrogent la neutralité des nouvelles dispositions comptables relatives à la méthode d'acquisition et le modèle d'*impairment* en étudiant leur impact sur l'efficacité contractuelle de certaines clauses, telles que les clauses de garanties incluses dans les instruments de dette (Frankel *et al.*, 2007 ; Ramanna and Watts, 2012).

Les principales conclusions tirées de la revue de la littérature sont les suivantes : les études existantes semblent confirmer la valeur informative du *goodwill* en tant qu'actif résiduel provenant de l'allocation du prix d'acquisition, tant en application du référentiel IFRS que du référentiel US GAAP. Cependant, certains modèles prédictifs suggèrent que pour une partie des acquisitions, le *goodwill* reconnu en tant qu'actif en comptabilisation initiale contient un surprix. En outre, la concomitance entre élimination de l'amortissement du *goodwill* post-acquisition et l'élimination de la mise en commun d'intérêts augmente le risque de surévaluation des valeurs bilantielles. C'est donc sur les utilisateurs des états financiers, les auditeurs et les organes de régulation que repose la responsabilité d'évaluer objectivement la véracité du *goodwill* ainsi que la pertinence du jugement professionnel appliqué lors de l'allocation du prix d'acquisition, notamment dans l'évaluation à la juste valeur des autres actifs acquis, notamment incorporels. Ces mesures de juste valeur reposent essentiellement sur des données non observables et peuvent donc laisser place à un comportement opportuniste des dirigeants. Il est donc essentiel que ces parties prenantes à l'information financière disposent de mentions en annexe de qualité, robustes, et pertinentes quant à la performance économique de l'acquisition d'entreprise durant la phase d'intégration. L'information fournie est souvent trop générale, parcellaire, et les dispositions comptables existantes n'exigent pas un niveau précis d'information quant au pilotage par l'équipe dirigeante chargée de l'intégration de l'entreprise acquise et la réalisation des synergies attendues, et payées, lors du regroupement d'entreprises.

La revue de la littérature met également en lumière le poids de facteurs déterminants pour limiter le caractère discrétionnaire des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, tels qu'un cadre institutionnel et un environnement réglementaire favorables, ainsi que des règles de gouvernance actionnariale claires et robustes, incluant des comités de rémunération sanctionnant les dirigeants devant rendre compte d'acquisitions onéreuses. L'état de la recherche semble également suggérer une pertinence accrue du modèle d'*impairment*, porteur d'information nouvelle pour les participants de marché, en comparaison du modèle d'amortissement appliqué soit dans le cadre de référentiels nationaux avant l'adoption du référentiel IFRS (notamment lors de l'adoption du référentiel international sur les marchés de capitaux de l'Union Européenne), soit avant l'application des nouvelles dispositions comptables (IFRS et US GAAP). Cependant, un comportement opportuniste reste présent, dû notamment à la latitude laissée par l'évaluation non vérifiable de la juste valeur appliquée tant dans la méthode d'acquisition que dans les tests d'*impairment*. Enfin, alors que l'approche consiste souvent à mettre en concurrence les modèles d'*impairment* et d'amortissement, un éclairage est fourni par certains travaux qui suggèrent la supériorité d'une approche duale (comptabilisation de pertes de valeur en plus des charges récurrentes d'amortissement), le modèle d'*impairment* perdant de sa pertinence lorsque l'amortissement est supprimé.

Au-delà des recherches traitant des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, la revue de la littérature inclut les études existantes quant à l'effet des acquisitions d'entreprises sur l'emploi (Brown and Medoff, 1988 ; Conyon *et al.*, 2001 ; Conyon *et al.*, 2002 ; Lehto and Böckerman, 2008 ; Kuvandikov *et al.*, 2014) et le cadre institutionnel, juridique et réglementaire y afférent (Dessaint *et al.*, 2017). La réalisation des synergies attendues en phase d'intégration dépend en effet de mesures de restructuration et de réorganisation engendrant des coûts tels que les plans de licenciements. Les recherches empiriques relatives aux coûts à engager post-acquisition, dont les provisions pour restructuration dans le cadre de regroupements d'entreprises, restent limitées. De nombreuses recherches confirment cependant la forte probabilité qu'un regroupement d'entreprises soit suivi d'un plan de restructuration (O' Shaughnessy and Flanagan, 1998 ; Lehto, 2008). L'état de la recherche recense les articles interrogeant le

lien entre plans de restructuration menés post-acquisition et performance économique, soit au niveau de l'entreprise acquise, soit au niveau de l'acquéreur, soit au niveau du groupe nouvellement consolidé (Chatterjee, 1992 ; O' Shaughnessy and Flanagan, 1998 ; Krishnan and Park, 2002). Krishnan *et al.* (2007) semblent suggérer que le paiement d'une prime de contrôle engendre des mesures de réductions d'effectifs, qui à leur tour, pénalisent la performance post-acquisition. Ainsi, les plans de restructuration lancés en phase d'intégration peuvent nuire à la compétitivité du groupe nouvellement constitué, par la destruction de savoir-faire et du capital humain contenus dans le *core goodwill*, qui, en tant que ressources-clés du modèle d'affaires, sont essentiels à la future création de valeur attendue des regroupements d'entreprises. Chatterjee (1992) et Barkema and Schijven (2008) suggèrent au contraire que les avantages économiques futurs post-acquisition sont générés non seulement par les synergies réalisées en phase d'intégration mais également par les mesures de restructuration lancées post-acquisition. Ces mesures incluent d'éventuelles réductions d'effectifs et sont partie intégrante des éléments fondamentaux du regroupement d'entreprises dans sa capacité à créer de la valeur. Ainsi une phase de restructuration, au même titre qu'une phase d'intégration, semble nécessaire une fois conclue l'acquisition d'entreprise, afin de réaliser les avantages économiques attendus de l'organisation et du modèle d'affaires nouvellement consolidés.

D'autres recherches s'inscrivent dans le sillage des travaux de Jensen and Meckling (1976) et Jensen (1986) relatifs aux problèmes d'agence et des thématiques de gouvernance d'entreprise (Paul, 2007 ; Abor *et al.*, 2011 ; Kuvandikov *et al.*, 2014). Un cadre robuste de gouvernance et un alignement entre intérêts des dirigeants (grâce notamment à la détention d'instruments en capitaux propres) et des actionnaires semblent limiter les mesures de réduction des effectifs et leur effet préjudiciable sur la performance économique post-acquisition, alors que des décisions de réorganisation prenant la forme de désinvestissements, surtout quand elles sont portées par des conseils d'administration indépendants (Paul, 2007) sont des réponses effectives à des regroupements d'entreprises jugés onéreux. L'état de la recherche sur cette thématique semble confirmer que les plans de restructuration (et les coûts engendrés par ces mesures) sont un élément majeur dans la réalisation des synergies attendues des regroupements d'entreprises.

CHAPITRE II – PREMIERE ETUDE
EMPIRIQUE COMPAREE :
VALEUR INFORMATIVE DU
GOODWILL EN TANT QU'ACTIF

L'étude empirique développée dans ce chapitre interroge la comptabilisation initiale du *goodwill*. La méthode d'acquisition exige non seulement la comptabilisation, au bilan de l'acquéreur, des actifs acquis et des passifs assumés, mesurés, en date d'acquisition, à leur juste valeur, mais elle requiert aussi la comptabilisation de l'élément résiduel du prix d'acquisition, soit le *goodwill*, en tant qu'actif. Les référentiels IFRS et US GAAP diffèrent en cela de certains référentiels nationaux permettant de reconnaître le *goodwill* immédiatement en réduction des capitaux propres²²⁰. Lors des dernières délibérations autour des normes relatives aux regroupements d'entreprises, ni l'IASB ni son homologue américain n'ont nié la nature activable de l'écart d'acquisition, la comptabilisation du *goodwill* en compensation des capitaux propres étant rejetée²²¹. Il s'agit donc ici de tester la valeur informative de l'allocation du prix d'acquisition par une approche comparée US GAAP / IFRS et conclure quant à l'utilité, pour les participants de marché, d'une lecture bilantielle du regroupement d'entreprises et la pertinence d'une activation de l'écart résiduel au bilan de l'entreprise acheteuse.

1 *Goodwill* : être ou ne pas être un actif ?

Les entreprises concluent des acquisitions d'entreprises afin d'accélérer la croissance et/ou l'expansion de leur modèle d'affaires, ou éviter leur disruption (Cunningham *et al.*, 2019). Le but premier reste la création, post-acquisition, de synergies visant à optimiser la structure de coûts, les sources de revenus, ainsi que les processus organisationnels. Ces synergies ne sont possibles qu'en cas d'intégration réussie de l'entreprise acquise au sein du groupe consolidé. La valeur du *goodwill* doit par conséquent se justifier par les avantages économiques futurs attendus de cette intégration. Sont également comptabilisés en écart d'acquisition les actifs qui ne peuvent être identifiés séparément et ne peuvent être transférés, vendus, loués ou échangés de manière séparée²²². Le *goodwill* acquis est alors

²²⁰ C'est le cas, par exemple, du référentiel international suisse (Swiss GAAP RPC).

²²¹ Dans son document (ITC) publié en juillet 2019, le FASB soumet aux commentateurs des répondants deux approches concernant l'évaluation post-acquisition du *goodwill* : la première correspond à un éventuel retour au modèle d'amortissement, la seconde aborde la modification du modèle de dépréciation. La compensation du *goodwill* en réduction des capitaux propres n'est pas envisagée. FASB (2019) – Section 1. Quant au projet de recherche de l'IASB en cours, il ne remet pas en cause la pertinence du modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* post-acquisition.

²²² FAS 142R, par. B83.

“consommé” dans le processus d’intégration en se fondant peu à peu dans le *goodwill* généré en interne (Bloom, 2009). La principale controverse réside donc dans la nature du *goodwill*. Le *goodwill* est-il un actif au même titre qu’un autre actif incorporel ?

Certaines recherches empiriques antérieures à l’adoption des normes FAS 141 et IFRS 3 relatives aux regroupements d’entreprises concluent à la pertinence de la comptabilisation du *goodwill* en tant qu’actif (Jennings *et al.*, 1996 ; Henning *et al.*, 2000). D’autres articles de recherche s’intéressent à la valeur informative du *goodwill* reconnu en tant qu’actif à la suite des changements introduits tant en US GAAP qu’en IFRS, qui suppriment la mise en commun d’intérêts en date d’acquisition et le modèle d’amortissement du *goodwill* en périodes subséquentes (Olante, 2013 ; Li and Sloan, 2017 ; Yehuda *et al.*, 2017 ; Burger and Wen, 2021). Les travaux de Burger and Wen (2021) laissent suggérer un accroissement de la valeur informative du *goodwill*, suite à l’adoption de ces nouvelles dispositions. Yehuda *et al.* (2017) et Olante (2013) observent pour leur part que pour certaines acquisitions, une part du *goodwill* reconnu au bilan semble correspondre à un surpris. Li and Sloan (2017) observent une surestimation par les participants de marché de la valeur des firmes reportant un niveau élevé de *goodwill*.

L’allocation du prix d’acquisition, la détermination de la valeur du *goodwill* en tant qu’élément résiduel, en application de la méthode de l’acquisition, et les mentions en annexe y afférentes, font aussi l’objet de recherche académique, notamment quant au comportement opportuniste que l’utilisation de données de juste valeur non vérifiables pourrait engendrer. Une approche discrétionnaire pourrait conduire à sous-estimer la valeur des actifs incorporels identifiables afin de minimiser les futures charges d’amortissement (Deng and Lev, 2006 ; Paugam *et al.*, 2015 ; Zhang and Zhang, 2017). D’autres travaux étudient le lien entre valeur du *goodwill* comptable et éléments de rémunération des dirigeants (Detzen and Zulch, 2012 ; Akbulut *et al.*, 2014). Akbulut *et al.* (2014) remettent en cause le postulat du FASB selon lequel les dirigeants n’ont pas conscience, en date d’acquisition, d’un éventuel surpris inclus dans la valeur du *goodwill* en analysant le niveau anormalement élevé de transactions sur instruments en capitaux propres quelques mois avant l’annonce de nouvelles acquisitions. Detzen and Zulch (2012) observent pour

le référentiel IFRS une association positive entre rémunération variable des dirigeants et valeur comptable du *goodwill*, ce qui laisse supposer une surévaluation du *goodwill* lors de l'allocation du prix d'acquisition (afin de réduire sur les exercices suivant l'acquisition la charge d'amortissement comptabilisée sur les actifs acquis identifiés séparément).

Si un actif incorporel est une ressource contrôlée, sans substance physique, qui peut être identifiée séparément d'autres actifs, alors, comment le *goodwill*, composé d'éléments non identifiables séparément, parfois hétérogènes²²³, répond-il à la définition d'un actif incorporel (Johnson and Petrone, 1998) ? L'absence de consensus sur cette question dans la plupart des juridictions nationales a généré une diversité dans la comptabilisation initiale d'un regroupement d'entreprises. Le *goodwill* peut être inscrit au bilan en tant qu'actif ou compensé contre les capitaux propres. Dans ce dernier cas, le *goodwill* peut être vu *stricto sensu* comme un simple ajustement de consolidation²²⁴. Il peut être également abordé comme une composante qui n'existe qu'à travers l'unité génératrice de trésorerie qui le porte, dans la mesure où il ne permet pas de générer, à lui seul, des flux de trésorerie futurs.

La controverse n'est pas récente et la question est débattue depuis les années 1890, selon une revue historique et géographique des modèles comptables relatifs au *goodwill*, depuis le XIX siècle jusqu'aux années 1990 (Seetharaman, 2004). Une des premières définitions est formulée en 1882 par Bithell, définition selon laquelle le *goodwill* reflète le prix à payer

²²³ C'est le cas par exemple de la main d'œuvre assemblée et la réalisation de certaines synergies de coûts. Selon la cartographie des synergies (Figure 5), le premier niveau de synergies – celui qui présente la plus forte probabilité de succès et pouvant être réalisé à court terme – est la suppression de fonctions dupliquées, dans l'objectif d'optimiser la structure de coûts opérationnels et réaliser le plus rapidement possible une part des synergies payées. Cependant, cela peut contribuer aussi à la destruction d'une partie de la main d'œuvre assemblée acquise, également retranscrite dans la valeur du *goodwill*. La réalisation de ces synergies à court terme pourrait expliquer le lancement de plans de restructuration après l'annonce d'une acquisition (Kim *et al.*, 2011). Ces plans de restructuration sont, depuis la publication des normes FAS 141R et IFRS 3, exclus de l'allocation du prix d'acquisition et considérés comme événements post-acquisition, directement engendrés par le processus d'intégration. Pour une description détaillée du traitement comptable des plans de restructuration selon les normes révisées, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.3.3. du Chapitre I.

²²⁴ La norme britannique Standard FRS 10, *Goodwill and Intangible Assets* est par exemple tout à fait explicite : “*goodwill arising on an acquisition is neither an asset like other assets nor an immediate loss in value. Rather, it forms the bridge between the cost of an investment shown as an asset in the acquirer's own financial statements and the values attributed to the acquired assets and liabilities in the consolidated financial statements.*” FRS 10 Summary, par. c.

par l'acheteur pour bénéficier des avantages économiques attendus « d'une entreprise bien établie jouissant d'une bonne réputation »²²⁵ (Courtis, 1983 ; Seetharaman, 2004). Des précisions, plus restrictives, sont apportées à cette définition dans les années 1920 afin d'ajouter au *goodwill* des caractéristiques plus spécifiques : le *goodwill* doit avoir une durée déterminée ; il résulte d'une acquisition d'entreprise ; il peut s'exprimer en termes monétaires (une valeur peut lui être attribuée). Dans les années 1960-1990, le *goodwill* est alors directement lié à la notion de profit, et plus précisément au prix que doit payer l'acheteur au vendeur, au-delà du coût d'acquisition des actifs constituant l'entreprise acquise, pour bénéficier des profits futurs qui seront générés par l'utilisation de ces actifs (Seetharaman, 2004). Même si ces définitions ne reprennent pas explicitement le terme de « synergies », elles sont proches du concept d'*abnormal returns* au cœur du *clean surplus model* d'Ohlson. Le *goodwill* est le résultat d'une évaluation actuarielle et sa valeur est approximée par la valeur actuelle des avantages économiques futurs attendus de l'intégration de l'entreprise acquise dans le périmètre de consolidation du groupe. Ces avantages économiques futurs ne pouvant être déterminés de manière certaine, il est difficile de mesurer le *goodwill* sur des données observables de marché, et son évaluation reste chargée de jugement professionnel. En outre, le *goodwill* est difficile à traduire en termes comptables car il est composé d'éléments qui, par leur nature, ne font pas eux-mêmes l'objet d'une comptabilisation : capital humain, capital organisationnel, intelligence collective et savoir-faire, qualité des méthodes managériales, bonnes pratiques de gestion. Tous ces éléments, pris séparément en dehors de tout regroupement d'entreprises, ne répondent pas à la définition d'un actif dans le cadre normatif actuel.

Il existe pourtant un dénominateur commun à ces considérations. Tout d'abord, la présomption qu'une entreprise a été acquise (et qu'il ne s'agit donc pas d'un simple achat

²²⁵ Notre traduction. "The advantage connected with an established business of good repute. A well-established business presents an expectation of profits to any one entering upon it, and is worth paying for. Anyone having such a business and who is willing to relinquish the expectation of the business by transferring it for consideration to someone else can do so by what is technically called "selling the Goodwill of that business". Bithell, Richard, 1893. *A Counting House Dictionary: containing an explanation of the technical terms used by merchants and bankers in the money market and on the Stock Exchange*. Cité dans Seetharaman (2004) et Courtis (1983).

d'actifs) quand un *goodwill* est présent. Il est donc nécessaire de revenir à la définition d'une entreprise, pour mieux comprendre la nature du *goodwill*.

1.1 Ce que la définition d'une entreprise dit de la nature du *goodwill*

Dans la comptabilisation d'un regroupement d'entreprises, la définition même d'entreprise est centrale. Elle a d'ailleurs fait l'objet de nombreux commentaires de la part des préparateurs et utilisateurs des états financiers lors des phases de revues post-adoption, tant en IFRS qu'en US GAAP²²⁶. Une des premières réponses des deux organes normalisateurs, pour donner suite à ces revues, a d'ailleurs été de modifier la définition d'une entreprise²²⁷. Il y a regroupement d'entreprises lorsqu'une entreprise, au sens anglo-saxon de *business*, soit un modèle d'affaires (Osterwalder and Pigneur, 2010), et non un groupe d'actifs, est acquise. Une entreprise se fonde sur l'existence d'un système d'activités et d'actifs intégré autour d'entrants (*inputs*), de procédés (*processes*) opérationnels ou de gestion, et de sorties (*outputs*)²²⁸. La présence d'*outputs* n'est pas obligatoire pour qualifier d'entreprise un ensemble intégré d'activités, dès lors qu'il est constitué d'entrants et de procédés permettant de telles sorties. Cette définition porte dans les dispositions américaines la présomption selon laquelle un groupe d'actifs comprenant un *goodwill* constitue, par définition, une entreprise²²⁹. Cette présomption est réaffirmée lors de la révision de la définition d'une entreprise en 2017. L'IASB et le FASB, en réponse à la revue post-acquisition, mettent tous deux l'accent sur l'existence d'une main d'œuvre organisée et d'un procédé critique et difficilement remplaçable afin de distinguer l'acquisition d'une entreprise de l'achat d'un groupe d'actifs. Il semble donc que les organes normalisateurs cherchent à donner à la main d'œuvre assemblée et au capital organisationnel un rôle prépondérant en tant qu'éléments constitutifs d'une entreprise. Ainsi, ces composantes du *goodwill*, ressources-clés du modèle d'affaires de la société-cible, ont toute leur place à l'actif d'un bilan économique. L'activation du *goodwill* permettrait donc de remettre au

²²⁶ Pour une description détaillée de ces éléments, nous renvoyons le lecteur aux paragraphes 1.2.3.1. et 1.3.1 du Chapitre I, ainsi qu'au paragraphe 1.1 du Chapitre II.

²²⁷ Il s'agit pour le référentiel américain de l'ASU 2017-01, entré en vigueur au 1^{er} janvier 2018, et pour le référentiel IFRS, de l'amendement à la norme IFRS 3 publié en octobre 2018 et entrant en vigueur au 1^{er} janvier 2020.

²²⁸ FAS 141R, par. 4 et A4. IFRS 3R, par. B7.

²²⁹ Pour une description détaillée de cet élément, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.3.1. du Chapitre I.

centre de l'information financière la dimension sociale de l'entreprise, pourtant si mal représentée aujourd'hui en comptabilité (Jubé, 2011 ; Jubé, 2020). Ceci est un pas encourageant vers une transcription comptable plus fidèle aux modèles innovants et dématérialisés du capitalisme cognitif. Cette définition de l'entreprise cherche également à traduire en comptabilité la réalité spécifique des sociétés *start-up* et jeunes pousses pour lesquelles une déconnection entre la valorisation effectuée par les investisseurs potentiels lors de nouvelles levées de fonds et la valeur comptable des capitaux propres est souvent constatée. Au vu de ces considérations, plutôt favorables, à la comptabilisation de l'écart d'acquisition à l'actif du bilan, il convient à présent de confronter les avantages et inconvénients de la comptabilisation du *goodwill* en réduction des capitaux propres.

1.2 Comptabilisation initiale du *goodwill* en réduction des capitaux propres

Deux arguments peuvent être avancés pour défendre l'approche consistant à comptabiliser le *goodwill*, en date d'acquisition, immédiatement en réduction des capitaux propres. Tout d'abord, le *goodwill* étant un élément résiduel de l'entreprise acquise, il doit logiquement être comptabilisé en tant qu'intérêt résiduel dans le bilan, soit en capitaux propres. Le second argument revient sur le dilemme exposé précédemment en insistant sur le fait que le *goodwill* ne peut être reconnu en tant qu'actif incorporel car il est composé d'éléments non identifiables séparément et qu'il ne peut lui-même être cédé hors de la transaction qui l'a fait naître.

Au cours des délibérations autour des propositions formulées par le *Private Company Council* (« PCC ») concernant la comptabilisation du *goodwill* par les sociétés non cotées²³⁰, cette approche a été suggérée par certains participants. Le principal argument avancé est le suivant : si les utilisateurs des états financiers d'une société non cotée ne tiennent compte dans leurs analyses ni du *goodwill* en date d'acquisition, ni des charges, soit d'amortissement, soit de dépréciation, comptabilisées post-acquisition, il ne semble

²³⁰ Il s'agit des délibérations autour de l'ASU 2014-02, publié en 2014, proposant, pour les sociétés non cotées, l'amortissement du *goodwill* comme modèle comptable alternatif au test d'*impairment*. Pour plus de détails sur les dispositions comptables américaines relatives aux sociétés non cotées, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.1.2. du Chapitre I.

pas pertinent de reconnaître le *goodwill* comme actif lors de sa comptabilisation initiale. Après avoir considéré ces arguments, le PCC a décidé de ne pas retenir cette approche, trouvant contradictoire de nier en comptabilité toute valeur à une ressource-clé de l'entreprise acquise et pour laquelle l'acquéreur a pourtant payé un montant représentant parfois une part importante du prix d'acquisition²³¹.

Le traitement d'un écart d'acquisition en tant qu'élément hors-bilan est également au cœur du débat « inscription au bilan » contre « information fournie en annexe » (Al Jifri and Citron, 2009) alors que la normalisation comptable semble tendre vers des modèles de comptabilisation visant à inscrire au bilan le hors-bilan²³² (Esposito-Cano, 2011). En outre, l'état de la recherche tend à montrer que pour certaines thématiques comptables, une plus grande valeur informative est obtenue au travers d'une comptabilisation bilantielle plutôt qu'une mention obligatoire en annexe, les auditeurs externes faisant preuve de plus de vigilance sur les éléments inscrits au bilan, en comparaison des travaux d'audit ou de revue sur les seules mentions en annexe, puisqu'ils engagent leur responsabilité quant à la pertinence du traitement comptable appliqué (comptabilisation initiale et évaluation en date d'arrêté). Le constat formulé par Al Jifri and Citron (2009) sur la comptabilisation du *goodwill* infirme ces résultats. En inscrivant leurs travaux dans le contexte unique d'un changement de dispositions comptables faisant cohabiter *goodwill* mentionné en annexe et *goodwill* inscrit au bilan²³³, Al Jifri and Citron (2009) observent que ces deux variables sont significativement et positivement associées à la valeur boursière de l'entreprise. De

²³¹ “The PCC considered but decided against a method in which goodwill would be written off as an immediate charge to earnings or equity on the acquisition date. Some private company stakeholders supported the write-off approach because, to them, no cost of subsequent accounting is justifiable if users disregard goodwill and the subsequent impairment/amortization charges. The PCC acknowledged the arguments for writing off goodwill but ultimately carried forward the Board’s previous decision as articulated in the basis for conclusions of Statement No. 141 (revised 2007), Business Combinations, that goodwill meets the criteria for recognition as an asset because it generates future economic benefits and it is controlled by the acquirer. The basis for conclusions of Statement No. 142, Goodwill and Other Intangible Assets, also noted that if the residual value upon an acquisition (goodwill) is deemed to have value initially, virtually no event other than a catastrophe could subsequently occur in which it instantaneously becomes worthless.” ASU 2014-02, par. BC21.

²³² Nous pouvons par exemple citer : la comptabilisation depuis le début des années 2000 de tous les instruments dérivés en tant que passifs ou actifs mesurés à la juste valeur, les engagements de prévoyance, les paiements fondés sur des actions, ou, plus récemment, les contrats de location.

²³³ Les modalités de cette recherche sont détaillées dans la revue de la littérature (paragraphe 2.1.3. du Chapitre I).

plus, pour certaines firmes – par exemple celles engagées dans des activités de recherche et développement – l’association n’est pas moins significative pour le *goodwill* mentionné en annexe que pour le *goodwill* inscrit au bilan. Une des explications avancées par Al Jifri and Citron (2009) est que le *goodwill*, soumis au modèle d’*impairment*, perdrait en pertinence sur la période post-acquisition, en ligne avec les conclusions de Beatty and Weber (2006).

1.3 Rappel des dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives à la comptabilisation initiale du *goodwill*

La méthode d’acquisition cherche à retranscrire les sous-jacents économiques du regroupement d’entreprises. L’allocation du prix d’acquisition, y compris le *goodwill* déterminé en tant qu’élément résiduel, doit répondre aux caractéristiques fondamentales d’une information financière de qualité (c’est à dire utile aux investisseurs), et répondre ainsi aux objectifs de pertinence (*relevance*) et d’image fidèle (*representational faithfulness*) dans la représentation comptable de la transaction économique : la valeur de l’entreprise acquise, le prix payé, et la capacité du regroupement d’entreprises à générer des avantages économiques futurs lors de l’intégration de l’entreprise nouvellement acquise dans le modèle d’affaires de l’acquéreur. La méthode de l’acquisition requiert également le recours à un fort degré de jugement professionnel, dû à la mesure, le plus souvent non vérifiable, de la juste valeur. Avec la publication, puis les révisions ultérieures, des normes FAS 141 et IFRS 3, les organes normalisateurs reconnaissent ce recours au jugement professionnel mais suivent également les arguments théoriques selon lesquels la tolérance d’un niveau raisonnable d’imprécision dans l’évaluation comptable augmente la valeur informative des états financiers (Kanodia *et al.*, 2005). Des différences dans l’application de la méthode d’acquisition, selon le référentiel comptable américain ou selon le référentiel international, demeurent, notamment pour les acquisitions par étapes (*step acquisition*) ou l’évaluation des intérêts non-contrôlants. Cependant, la méthode d’acquisition repose sur un socle conceptuel partagé par les deux référentiels : l’allocation du prix d’acquisition se fait à la juste valeur et le *goodwill* n’est plus soumis à un amortissement systématique mais fait l’objet d’un test de dépréciation sur les périodes subséquentes. Les deux référentiels

poursuivent également les mêmes objectifs : accroître la pertinence, la fiabilité et la comparabilité de l'information financière des entreprises acheteuses²³⁴.

Les études utilisées lors de la revue post-adoption de la norme IFRS 3 (Piombino and Tarca, 2014 ; IASB, 2015) tendent à confirmer la pertinence de la méthode d'acquisition et la pertinence du modèle de dépréciation appliqué au *goodwill*. Les avis des investisseurs et des utilisateurs de l'information financière sont plus partagés, notamment en ce qui concerne le modèle de dépréciation ; les participants à la revue post-adoption américaine relèvent notamment le degré élevé de jugement professionnel requis lors de l'allocation du prix d'acquisition pour l'identification et la comptabilisation séparée de certains actifs acquis en tant qu'immobilisations incorporelles distinctes. Les préparateurs de l'information financière suggèrent de revoir la définition d'une entreprise et font les mêmes commentaires que pour le référentiel américain. Ils soulignent également les difficultés rencontrées lors de l'évaluation de la juste valeur de certains actifs incorporels acquis, ainsi que le degré élevé de jugement professionnel utilisé dans le test de dépréciation du *goodwill* lors de l'estimation de la valeur d'utilité et de l'affectation du *goodwill* aux unités génératrices de trésorerie. Le test de dépréciation est en effet un exercice complexe, qui requiert une certaine maîtrise des techniques d'évaluation (Petersen and Plenborg, 2010 ; Andersson and Hellman, 2020 ; Durocher and Georgiou, 2022). Si les préparateurs de l'information financière ne disposent pas de ces compétences, ils doivent recourir à des évaluations externes indépendantes, jugées coûteuses (De George *et al.*, 2013 ; Chen *et al.*, 2019). Enfin, les préparateurs des états financiers ayant participé à la revue post-adoption IFRS appellent à une plus grande convergence avec les normes comptables américaines.

Lors de la revue post-adoption, tant pour les IFRS que pour les US GAAP, les organes normalisateurs réaffirment la mesure à la juste valeur inhérente à la méthode d'acquisition, et ce malgré les difficultés pratiques qu'elle comporte. Même s'il reconnaît le soutien

²³⁴ “The objective of this Statement is to improve the relevance, representational faithfulness, and comparability of the information that a reporting entity provides in its financial reports about a business combination and its effects.” FAS 141R, par. 1.

“The objective of this IFRS is to improve the relevance, reliability and comparability of the information that a reporting entity provides in its financial statements about a business combination and its effects.” IFRS 3R, par. 1.

exprimé par certains répondants en faveur d'une réintroduction du modèle d'amortissement du *goodwill*, l'IASB note pour sa part que la recherche académique tend au contraire à montrer une plus grande pertinence du test de dépréciation sur *goodwill*. Sur la base de ces faits, l'IASB prévoit alors deux options : soit le modèle de dépréciation du *goodwill* est confirmé, mais avec les améliorations nécessaires pour répondre aux préoccupations des parties prenantes, soit une convergence avec le cadre comptable américain est envisagée, en introduisant, comme le permet le référentiel américain pour les entités non cotées, un choix de méthode comptable (application du modèle d'amortissement ou application du modèle de dépréciation). Cependant, il est essentiel pour l'IASB de comprendre le décalage entre les conclusions académiques et les préoccupations exprimées par les parties prenantes. En 2020, l'IASB confirme sa décision de retenir le modèle de dépréciation, jugé plus pertinent, reconnaissant cependant que les informations relatives aux regroupements d'entreprises fournies en annexe doivent être renforcées (IFRS Foundation, 2021). Durant toutes ces délibérations, ni l'IASB ni le FASB n'ont remis en question la méthode d'acquisition, et donc la comptabilisation du *goodwill* en tant qu'actif.

2 Valeur informative (*value relevance*) du *goodwill* : Mesures empiriques

Jennings *et al.* (1996) interrogent le lien entre valeur comptable du *goodwill* et valeur boursière à partir de la problématique suivante : s'il existe, en date d'acquisition, un lien entre la valeur du *goodwill* et de probables avantages économiques futurs, alors, le *goodwill* doit être initialement comptabilisé en tant qu'actif incorporel – ce que les auteurs appelle "*the balance sheet issue*". Si la valeur du *goodwill* ne décline pas post-acquisition, le modèle d'*impairment* est plus pertinent qu'un amortissement annuel systématique. Si le *goodwill* se réduit avec le temps, le modèle d'amortissement se justifie. Dans l'éventualité de comportements opportunistes des préparateurs des états financiers les incitant à retarder la comptabilisation, au compte de résultat, d'éventuelles charges de dépréciation, le modèle

d'amortissement, quoique potentiellement moins pertinent, pourrait s'avérer préférable²³⁵. Afin de répondre à la question portant sur la présentation bilantielle, Jennings *et al.* (1996) utilisent une analyse de régression testant l'association entre la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière) et les composantes significatives de l'actif net, *goodwill* inclus. L'étude de Jennings *et al.* (1996) porte sur un échantillon de 527 firmes, dont 432 reportent un *goodwill* sur la période 1982-1988. L'étude empirique de Jennings *et al.* (1996) comporte un questionnaire envoyé aux firmes composant l'échantillon afin de collecter plus d'informations quant au *goodwill* et sa comptabilisation. Jennings *et al.* (1996) conduisent leur analyse de régression sur la base des données quantitatives publiées et collectées sur les 201 questionnaires dont les réponses s'avèrent exploitables, en testant le modèle suivant :

$$MV_i = a_0 + a_1ABGWP_i + a_2GW_i + a_3PPE_i + a_4LIAB_i + \varepsilon_i$$

Où, pour la firme i :

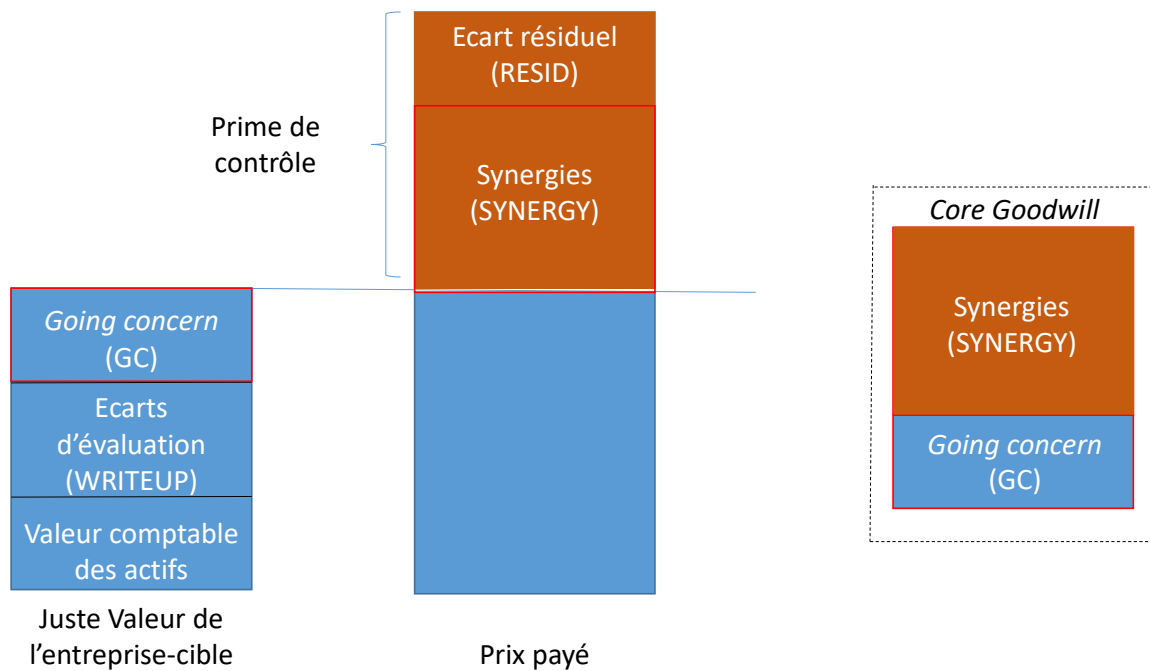
- MV est la valeur de marché des capitaux propres, mesurée trois mois après la date d'arrêté (la date d'arrêté est le 31 décembre pour toutes les firmes de l'échantillon) ;
- ABGWP est la valeur comptable des actifs, *goodwill* et actifs corporels exclus ;
- GW est la valeur comptable du *goodwill* ;
- PPE est la valeur comptable des actifs corporels ;
- LIAB est la valeur comptable des passifs

L'analyse de régression se concentre sur le coefficient directeur α_2 relatif à la variable indépendante GW. Jennings *et al.* (1996) observent une association positive significative entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill*, une fois contrôlées les autres composantes de l'actif net.

²³⁵ "If purchased goodwill declines in value for all firms, or if manager's incentives to objectively review their goodwill balances are not aligned with those of financial statement readers, then capitalization and systematic amortization may result in a better representation of the firm's resources and performances." Jennings *et al.* (1996). p. 514.

Henning, Lewis, and Shaw (2000) cherchent à décomposer le prix d'acquisition en quatre éléments fondamentaux : la somme des écarts d'évaluation sur les actifs (« WRITEUP » selon l'analyse des auteurs), soit la différence entre la juste valeur des actifs acquis et leur valeur nette comptable pré-acquisition ; le *goodwill* généré en interne (« GC » ou *going concern* pour les besoins de l'analyse), soit la différence entre la valeur de marché de l'entreprise-cible et la valeur de marché des actifs ; les synergies attendues du regroupement d'entreprises (facteur « SYNERGY » dans l'analyse), soit la somme des rendements marginaux pour l'acquéreur et la cible, mesurés durant 11 jours autour de l'annonce de l'acquisition ; et enfin, le montant résiduel (« RESID ») résultant de cette décomposition (correspondant à un surprix)²³⁶.

Figure 8 : Les quatre éléments fondamentaux analysés par Henning *et al.* (2000)



²³⁶ Il s'agit ici des éléments identifiés par Johnson and Petrone (1998). Pour une description détaillée de ces composantes, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1.4. du Chapitre I.

L'article de Henning *et al.* (2000) couvre un échantillon de 1 576 acquisitions conclues entre 1990 et 1994. Le modèle de régression utilisé est le suivant :

$$MV_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 BV_{i,t} + \phi_2 GW_{i,t} + \phi_3 WRITEUP_{i,t} + \phi_{4a} GC_{i,t} + \phi_{4b} SYNERGY_{i,t} + \phi_{4c} RESID_{i,t} + \phi_5 LIAB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où, pour la firme i à l'instant t , année de l'acquisition :

- MV est la valeur de marché de l'acquéreur, mesurée à la fin du premier trimestre de l'exercice suivant l'acquisition ;
- BV est la valeur comptable des actifs hors *goodwill* en fin d'année t ;
- $LIAB$ est la valeur comptable du passif hors capitaux propres en fin d'année t ;
- GW est la valeur comptable du *goodwill* en date d'ouverture de l'année t ;
- $WRITEUP$, $SYNERGY$, $RESID$ sont calculés tel qu'indiqué précédemment.

Une association positive et significative entre la valeur de marché et la valeur du *going concern goodwill* est observée. Il en est de même pour les synergies, les résultats laissant même envisager une création de valeur accrue pour l'acquéreur²³⁷. En revanche, les résultats de l'analyse mettent en évidence une association négative entre valeur de marché et montant résiduel, laissant suggérer que les participants de marché nient toute valeur au montant payé au-delà de la valeur de marché de l'entreprise acquise, incrémentée des synergies attendues. Le marché aurait donc la capacité de détecter tout surprix. Ces observations sont en ligne avec les résultats des modèles prédictifs développés par Hayn and Hughes (2006) ou Olante (2013).

Kaplan (2006) décrit les trois types de méthodes empiriques utilisées, en recherche économique et financière, pour mesurer la création de valeur attendue d'un regroupement d'entreprises. Par extension, et en supposant que la création de valeur se mesure dans la

²³⁷ Les participants de marché assument alors que les synergies payées sont inférieures aux synergies attendues ou réalisables, ce qui laisse à l'acquéreur une marge additionnelle de création de valeur, à concrétiser lors de l'intégration.

valeur du *goodwill* comptabilisé au bilan, ces approches peuvent être utilisées en recherche comptable pour mesurer les avantages économiques futurs attendus du regroupement d'entreprises et justifier ainsi le *goodwill* reconnu en tant qu'actif. La première méthode repose sur des données boursières et consiste à mesurer les rendements anormaux (*abnormal stock returns*) du cours de bourse soit de l'acquéreur, soit de la cible, soit des deux parties combinées, lors de l'annonce de l'acquisition. La deuxième approche repose sur des données comptables et vise à mesurer post-acquisition les avantages économiques nés du regroupement d'entreprises. La troisième approche, reposant sur des études « cliniques », est conduite au niveau de l'entreprise acquise elle-même, prise dans sa singularité – depuis l'acquisition jusqu'à son éventuelle cession.

Concernant l'analyse des données boursières, il est important de mesurer les rendements en date d'annonce de l'acquisition de manière combinée – acquéreur plus cible. En effet, à regarder seulement les rendements de l'acquéreur, on pourrait conclure de manière hâtive que le regroupement d'entreprises ne crée pas de valeur (dans le cas où les rendements sont nuls ou négatifs pour l'acquéreur) et que le transfert de valeur se fait au niveau de la cible, et plus précisément pour les actionnaires vendeurs. Ce point peut être illustré à partir de l'exemple suivant (Kaplan, 2006) :

- Soit A l'acquéreur dont la valeur $Val(A)$ avant l'acquisition est de 10 ;
- Soit T l'entreprise-cible dont la valeur $Val(T)$ avant l'acquisition est de 10 ;
- Les synergies attendues du regroupement (SYN) s'élèvent à 2 ;
- Le prix d'acquisition (PA) est de 15

La valeur de A se modifie de la manière suivante, en date d'annonce t_0 :

$Val(A)_{t_0} = Val(A) + Val(T) - PA + SYN = 10 + 10 - 15 + 2 = 7$, soit un rendement négatif de : -3.

Les rendements mesurés sur A montrent un surpris de 3, ce qui vient pénaliser les actionnaires de l'acquéreur (les synergies attendues ne sont que de 2, alors que l'acquéreur a payé une prime de contrôle de 5).

La valeur de T, quant à elle, enregistre un rendement positif :

$$\text{Val}(T)_{t_0} = \text{Val}(T) + (\text{PA} - \text{Val}(T)) = 10 + (15 - 10) = 15, \text{ soit un rendement positif de } 5.$$

En revanche, si les rendements sont mesurés au niveau de la combinaison A+T, alors, le regroupement d'entreprises montre la création de valeur générée par les synergies attendues du regroupement d'entreprises :

$$\text{Val}(A+T)_{t_0} = \text{Val}(A)_{t_0} + \text{Val}(T)_{t_0} = \text{Val}(A) + \text{Val}(T) - \text{PA} + \text{SYN} + \text{Val}(T) + (\text{PA} - \text{Val}(T)) ;$$

$$\text{Val}(A+T)_{t_0} = \text{Val}(A) + \text{Val}(T) + \text{SYN} = 10 + 10 + 2 = 22, \text{ soit un rendement positif de } 2.$$

Cependant, ce rendement positif doit se décomposer de la manière suivante :

- Un rendement positif de 5 mesuré sur l'entreprise-cible (soit un gain pour les actionnaires vendeurs)
- Un rendement négatif de 3 mesuré sur l'acquéreur (soit une « perte » pour l'acquéreur liée à un surpris)

Cette approche repose sur trois postulats fondamentaux (Kaplan, 2006) :

- 1- Le marché est efficient, et les participants de marché exploitent de manière efficiente l'information publique disponible pour évaluer la valeur fondamentale de A et de T ;
- 2- La seule nouvelle information à la date d'annonce est l'annonce de l'acquisition elle-même ; il n'y a pas d'information supplémentaire fournie aux participants de marché qui pourrait créer des « interférences » – *noise* – lors de la mesure des rendements. En cela, les transactions dont le prix d'acquisition est dénoué en actions peuvent se lire en deux transactions différentes et simultanées : une acquisition d'entreprise et une transaction en capitaux propres, ce qui peut fournir, selon la théorie du signal, une information aux participants de marché quant à la surévaluation du titre (Loughran and Vijh, 1997 ; Andrade *et al.*, 2001 ; Hayn and Hughes, 2006 ; Gu and Lev, 2011 ; Fu *et al.*, 2013) ;
- 3- L'information devient disponible en date d'annonce et n'est pas précédée de rumeurs sur le marché permettant aux participants de marché d'anticiper, sur la base de ces rumeurs, l'information qui sera fournie lors de l'annonce d'acquisition.

2.1 Approche méthodologique : modèles empiriques et sélection des données

A l'instar des études empiriques existantes, l'hypothèse formulée dans cette étude est la suivante : si le *goodwill* est porteur, pour les participants de marché, d'avantages économiques futurs attendus du regroupement d'entreprises conclu sur l'exercice, une association positive peut être observée entre la valeur de la firme acheteuse et la valeur comptable du *goodwill* telle que reportée au bilan, testée en date d'acquisition (Jennings *et al.*, 1996). Cependant, cette étude poursuit les travaux de Bugeja and Gallery (2006) et Pechlivanidis *et al.* (2022) en tenant compte de l'antériorité du *goodwill*. Ainsi, l'association est testée au niveau du *goodwill* nouvellement acquis sur les regroupements d'entreprises conclus durant l'exercice, et le *goodwill* reporté au bilan mais provenant d'une comptabilisation antérieure à la date d'arrêté, selon les deux modèles suivants :

Modèle (1)

$$\text{Price}_{it} = a_0 + a_1 \text{Equity}_i + a_2 \text{Net Income}_i + a_3 \text{NEWGW}_i + \varepsilon_i$$

Modèle (2)

$$\text{Price}_{it} = a_0 + a_1 \text{Equity}_i + a_2 \text{Net Income}_i + a_3 \text{NEWGW}_i + a_4 \text{OLDGW}_i + \varepsilon_i$$

Où, pour chaque firme i :

- « Price » est le cours de bourse, mesuré en date d'arrêté de l'exercice t puis 3 mois après la date d'arrêté de l'exercice t ;
- « Equity » est la valeur comptable des capitaux propres, déduction faite de la valeur comptable du *goodwill*, telle que reconnue au bilan en date d'arrêté de l'exercice t , divisée par le nombre d'actions, en date d'arrêté de l'exercice t ;
- « NEWGW » est la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis, soit le *goodwill* comptabilisé sur les regroupements d'entreprises reconnus sur l'exercice t , divisée par le nombre d'actions en date d'arrêté de l'exercice t ;
- « OLDGW » est la valeur comptable du *goodwill* total, telle que reconnue au bilan en date d'arrêté de l'exercice t , déduction faite du *goodwill* nouvellement acquis (« NEWGW »), divisée par le nombre d'actions en date d'arrêté de l'exercice t ;

- « Net income » est le résultat net reporté sur l'exercice, divisé par le nombre d'actions en date d'arrêt de l'exercice t ; cette variable est considérée comme la variable de contrôle.

Le Modèle (1) vise à tester la valeur informative du *goodwill* nouvellement acquis, soit la pertinence du modèle d'acquisition (et par conséquent l'allocation du prix d'acquisition) lors de sa comptabilisation initiale. Le Modèle (2), quant à lui, tient compte de l'antériorité du *goodwill* afin de tester l'association entre valeur comptable du *goodwill* et valeur de la firme sur des écarts d'acquisition reconnus lors de précédentes acquisitions mais qui sont toujours reportés au bilan lors de nouvelles acquisitions. Ainsi le Modèle (2) teste la pertinence informative du modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* lors de son évaluation subséquente (post-acquisition).

L'association entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill* (nouvellement acquis et antérieur à l'exercice) est testée sur la base du cours de l'action, en ligne avec les recherches existantes (D'Arcy and Tarca, 2018).

La nature de l'actif « *goodwill* » étant réputée complexe, les études sont dans certains cas difficiles à interpréter (Burger and Wen, 2021). Alors qu'un échantillon large est censé accroître la pertinence et la significativité des résultats empiriques obtenus, la collecte de données se fait le plus souvent de manière massive à partir de données comptables, sans pouvoir aller dans le détail des éléments d'information financière collectés. Cette étude est par conséquent conduite sur deux types d'échantillons. A l'instar de Pechlivanidis *et al.* (2022), un large échantillon est construit à partir d'une base de données (Datastream) permettant la collecte de 22 827 observations, pour des firmes reportant un *goodwill* au bilan, en US GAAP ou en IFRS, sur la période 2005-2015. En plus de cette collecte massive de données, un second échantillon est construit, en ligne avec l'étude de Bugeja and Gallery (2006), à partir de la revue manuelle des états financiers de firmes ayant conclu une acquisition d'entreprise entre l'année 2005 et l'année 2015. Ce second échantillon compte pour sa part 692 observations. L'objectif de cette double sélection est de s'assurer de la

robustesse et la fiabilité des résultats empiriques, quelle que soit la méthode retenue pour la collecte des données et quelle que soit la taille de l'échantillon.

Le *goodwill* nouvellement acquis n'est pas reporté en lecture directe sur le bilan des firmes incluses dans les deux échantillons. Ainsi, lors de la collecte massive de données (premier échantillon), le *goodwill* nouvellement acquis ("NEWGW") est calculé par différence entre la valeur du *goodwill* reporté en date d'arrêt de l'exercice t et la même valeur comptable reportée en date d'arrêt de l'exercice précédent ($t-1$). La valeur du nouveau *goodwill* ainsi obtenue peut être impactée par d'autres éléments de variations, tels que des changements de périmètre (déconsolidation) ou des écarts de conversion. Dans le cas d'une collecte manuelle des données (second échantillon), le *goodwill* nouvellement acquis est extrait de la revue des informations relatives à l'allocation du prix d'acquisition fournies en annexe, lors de l'arrêt reportant la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises. Cette seconde approche méthodologique est donc plus fine, centrée sur l'analyse de la transaction économique générant l'écart d'acquisition. L'objectif est alors d'évaluer la pertinence de la méthode d'acquisition à l'heure de transcrire comptablement les sous-jacents économiques de chaque transaction prise individuellement, et non sur la base d'un agrégat comptable reporté au bilan en tant qu'écart d'acquisition (*goodwill*). Cette approche requiert une analyse détaillée d'une information financière qui n'est pas reportée en lecture directe sur le bilan consolidé. La fiabilité des données sélectionnées pour la variable NEWGW est alors optimale, mais la taille de l'échantillon est réduite, la collecte de données se faisant essentiellement de manière manuelle. Cette étude développe une analyse sur deux types d'échantillons afin de neutraliser ces effets d'arbitrage entre représentativité de l'échantillon et fiabilité des données collectées.

Plusieurs sélections à partir de la base de données Datastream sont nécessaires pour construire l'échantillon reposant sur une collecte massive de données (Table 1a).

Table 1a – Echantillon depuis la base de données Datastream (échantillon dit « de masse »)

	Nombre d'observations
Première sélection – Base de données Datastream	63,690
Excluant firmes dont les titres ne sont pas négociés sur un marché actif de capitaux (échanges de gré à gré – <i>Over the Counter markets</i> dans Datastream)	(14,775)
Firmes cotées – Base de données Datastream	48,915
Excluant firmes pour lesquelles NEWGW est négatif ou nul	(24,983)
Excluant firmes pour lesquelles OLDGW est négatif ou nul	(681)
Excluant firmes pour lesquelles PRICE est inférieur à 0.01	(30)
Excluant firmes pour lesquelles PRICE est supérieur à 100,000	(40)
Excluant firmes pour lesquelles le nombre d'actions est inférieur à 0.5	(354)
Echantillon final	22,827
Dont firmes reportant selon le référentiel IFRS	12,104
Dont firmes reportant selon le référentiel US GAAP	10,723

La première sélection inclut 63,690 observations. Les firmes composant l'échantillon final sont des entités cotées sur un marché de capitaux actif (ainsi, les firmes dont les titres sont négociés de gré à gré sont exclues de l'échantillon). La deuxième sélection consiste donc à ne retenir que les firmes cotées pour lesquelles un cours de bourse est disponible, réduisant l'échantillon à 48,915 observations. La variable NEWGW est calculée en tant que variation bilantielle de la rubrique « *Goodwill* », soit la différence entre *Goodwill* tel que reporté en date d'arrêté de l'exercice reportant pour la première fois le regroupement d'entreprises et la valeur comptable du *goodwill* en date d'arrêté de l'exercice précédent. L'échantillon final est composé de 22 827 observations, dont 12 104 observations provenant de firmes reportant une information financière en conformité avec le référentiel IFRS, et 10 723 observations pour des firmes (essentiellement américaines sur un marché boursier U.S.) appliquant le référentiel US GAAP.

Le deuxième échantillon contient 692 observations collectées, après une première sélection depuis la base de données FactSet des acquisitions conclues entre 2005 et 2015, à partir d'une revue manuelle des états financiers de chaque entreprise acheteuse (Table 1b).

Table 1b – Echantillon manuel

	Nombre d'observations
Première sélection – Base de données FactSet	8,492
Excluant les acquisitions d'entreprise impliquant plusieurs acheteurs	(1,033)
Excluant les transactions pour lesquelles le pays de la firme acheteuse est différent de: Etats-Unis, et pour l'Europe : Allemagne, Autriche, Belgique, Bulgarie, Chypre, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Iles Vierges Britanniques, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Roumanie, Slovénie, Suède	(4,015)
Firmes acheteuses américaines ou européennes	3,444
Excluant les firmes acheteuses dont les titres sont cotés sur un marché U.S. autre que le NYSE ou le Nasdaq	(594)
Excluant les firmes acheteuses européennes dont les titres ne sont pas cotés	(361)
Firmes acheteuses américaines ou européennes cotées	2,489
Sur le NYSE ou Nasdaq	1,951
Sur un marché boursier européen	538
Excluant les acquisitions d'entreprise annulées	(451)
Excluant les acquisitions d'entreprise dont le prix n'a pas été communiqué publiquement	(65)
Transactions confirmées et dont le prix d'acquisition est disponible	1,973
Sur le NYSE ou Nasdaq	1,585
Sur un marché boursier européen	388
Excluant les transactions conclues en conditions de difficultés financières	(15)
Excluant les transactions dont le prix d'acquisition est partiellement ou totalement dénoué en actions	(460)
Transactions confirmées et dont le prix est dénoué en liquidités	1,498
Sur le NYSE ou Nasdaq	1,207
Sur un marché boursier européen	291
Excluant les acquisitions d'entreprises effectuées par palier	(315)
Excluant les acquisitions d'entreprises concomitantes ou financées par recours à l'endettement	(193)
Excluant les transactions précédées de rumeurs de marché	(30)
Sélection finale à partir de la base de données FactSet	960
Sur le NYSE ou Nasdaq	840
Sur un marché boursier européen	120
Incluant, sur la base des mêmes critères de sélection FactSet, les regroupements d'entreprises annoncées par des entreprises acheteuses dont les titres sont cotés à la Bourse de Londres (<i>London Stock Exchange</i>) ou en Suisse (SIX)	109
Sélection finale avant collecte manuelle des données sur revue des états financiers	1,069
Sur le NYSE ou Nasdaq	840
Sur un marché boursier européen, Grande Bretagne et Suisse incluses	229
Information non disponible ou parcellaire, déduction faite des données supplémentaires pour des acquisitions additionnelles mentionnées en annexe des états financiers	(377)
Echantillon final	692
Sur le NYSE ou Nasdaq	461
Sur un marché boursier européen, Grande Bretagne et Suisse incluses	231

Les données composant cet échantillon sont séparées en deux catégories : les regroupements d'entreprises annoncés sur un marché européen²³⁸ d'une part, et les regroupements d'entreprises annoncés sur un marché américain (NYSE et Nasdaq) d'autre part, entre le 1^{er} janvier 2005 et le 10 septembre 2015. L'échantillon manuel exclut volontairement les données de pays non européens tels que le Canada ou l'Australie afin de rester proche des études aujourd'hui disponibles sur l'application du référentiel IFRS au sein de l'Union Européenne (Leuz, 2010; Hamberg *et al.*, 2011; Sahut *et al.* 2011; Amiraslani *et al.*, 2013; Camodeca *et al.*, 2013; Glaum *et al.*, 2013; Baboukardos and Rimmel, 2014; Boennen et Glaum, 2014; Hamberg et Beisland, 2014; Callao *et al.* 2014 ; Martinez *et al.*, 2014; André *et al.*, 2018; Mazzi *et al.*, 2018; Ashlehabi *et al.*, 2021; Pechlivanidis *et al.*, 2022). Sont également exclues les acquisitions dont le prix est dénoué en actions pour une partie ou dans son intégralité (Andrade *et al.*, 2001 ; Kaplan, 2006) et les acquisitions précédées de rumeurs de marché (Kaplan, 2006). En effet, un dénouement en actions d'une partie du prix payé peut donner aux participants de marché un signal de surévaluation du titre. Ainsi, seules les transactions payées exclusivement en liquidités ou équivalents de liquidités, reposant sur des communiqués de presse – pour la description du prix payé – similaires et donc comparables, sont retenues.

La sélection construite sur la base de ces critères de filtre FactSet se compose de 960 observations, dont 840 données correspondant à des firmes américaines, et 120 données pour des sociétés européennes. Au vu du nombre réduit d'observations pour l'Union Européenne, des firmes dont les titres sont cotés en Grande Bretagne (*London Stock Exchange*) et en Suisse (SIX) ont été ajoutées à l'échantillon, en ligne avec Glaum *et al.* (2013). La sélection augmente alors à 1 069 observations. A partir de cette sélection, ont été revus manuellement les rapports financiers des firmes acheteuses pour l'exercice reportant la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises²³⁹. Si les données

²³⁸ Pour les pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Bulgarie, Chypre, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Îles Vierges Britanniques, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Roumanie, Slovaquie, Suède. Cette liste de pays est similaire aux pays inclus dans l'article de Glaum *et al.* (2013).

²³⁹ Par exemple, acquisition le 9 février 2015 de Cimatron Ltd. par 3D Systems Corp. : revue du rapport annuel de 3D Systems Corp. pour l'exercice clos le 31 décembre 2015. Le rapport annuel est soit téléchargé directement du site Internet de la firme (Section « Relations Investisseurs), soit téléchargé depuis le site www.annualreports.com.

relatives à l'acquisition sont parcellaires ou non disponibles (par exemple pour les acquisitions considérées par la firme acheteuse comme non significatives et donc non soumises aux informations obligatoires à fournir en annexe), l'acquisition est supprimée de l'échantillon.

L'approche suivie pour la collecte manuelle de données à partir des états financiers est résumée ci-dessous :

- Pour chaque firme acheteuse, une revue du bilan consolidé est effectuée afin de détecter une augmentation de la rubrique *goodwill* sur l'exercice d'acquisition. Les entités américaines qui ne reportent pas d'écarts d'acquisition en lecture directe du bilan consolidé sont exclues de l'échantillon. Pour les firmes appliquant le référentiel IFRS, cette revue analytique est conduite sur la base des notes aux états financiers, la norme IAS 1, *Présentation des états financiers*, ne rendant pas obligatoire la présentation du *goodwill* sur une rubrique spécifique du bilan, de manière séparée des autres actifs incorporels. Les firmes (reportant en US GAAP ou en IFRS) dont la variation bilantielle est négative sont exclues de l'échantillon.
- Une revue des informations obligatoires fournies en annexe relatives aux regroupements d'entreprises et au *goodwill* est ensuite effectuée afin de collecter manuellement la variable NEWGW. Lorsque ces mentions en annexe incluent des regroupements d'entreprises absents de la sélection originale à partir de la base de données FactSet et que l'information est disponible et exploitable, ces observations sont ajoutées à l'échantillon. Lorsque l'information n'est pas disponible dans les notes aux états financiers, la transaction est supprimée de l'échantillon.

Sur cette base méthodologique, la sélection finale de l'échantillon inclut 692 acquisitions d'entreprises, conclues entre 2005 et 2015, soit 231 acquisitions réalisées par des firmes dont les titres sont cotés sur un marché européen de capitaux (y compris Grande Bretagne et Suisse), et 461 acquisitions réalisées par des firmes dont les titres sont cotés sur un marché de capitaux américain (NYSE et Nasdaq).

2.2 Résultats empiriques

Les résultats empiriques obtenus sur l'échantillon reposant sur une collecte massive de données sont présentés au paragraphe 2.2.1. Les résultats obtenus sur l'échantillon manuel sont présentés au paragraphe 2.2.2. Une analyse comparée des deux approches méthodologiques est présentée au paragraphe 2.2.3.

2.2.1 Résultats empiriques sur l'échantillon reposant sur une collecte massive de données

2.2.1.1 Analyses statistiques

Cet échantillon se compose de 22 827 acquisitions, reportées sur la décennie s'étalant de l'année 2005 à l'année 2015. Sur cette période, le *goodwill* comptabilisé lors de l'acquisition (« NEWGW ») représente en moyenne 3.5% du montant total du bilan, la valeur minimale étant proche de 0 et la valeur maximale étant 82.4% du total du bilan pour l'exercice 2009 (Table 2a).

Table 2a – Part (%) du *goodwill* nouvellement acquis sur le total du bilan (échantillon dit « de masse »)

Année	Observations	Moyenne	Min	Max
2005	1,880	5.36	0.0	71.7
2006	3,124	4.37	0.0	77.3
2007	3,466	4.47	0.0	74.4
2008	1,811	4.31	0.0	69.8
2009	2,764	2.00	0.0	82.4
2010	1,693	3.30	0.0	60.9
2011	1,576	3.68	0.0	70.8
2012	2,182	1.48	0.0	38.2
2013	2,254	1.96	0.0	46.4
2014	1,061	4.01	0.0	49.7
2015	1,016	4.66	0.0	56.6
Total	22,827	3.5	0.0	82.4

Table 2b – Part (%) du *goodwill* total inscrit à l’actif sur le total du bilan (échantillon dit « de masse »)

Année	Observations	Moyenne	Min	Max
2005	1,879	16.21	0.0	76.8
2006	3,117	15.61	0.0	95.9
2007	3,464	16.38	0.0	78.8
2008	1,811	17.49	0.0	79.7
2009	2,764	16.33	0.0	82.4
2010	1,692	17.67	0.0	93.5
2011	1,575	17.97	0.0	92.2
2012	2,013	15.40	0.0	97.4
2013	2,253	16.46	0.0	80.8
2014	1,060	19.05	0.0	75.8
2015	1,016	19.48	0.0	74.0
Total	22,644	16.7	0.0	97.4

Sur la période 2005-2015, la valeur totale du *goodwill* inscrit au bilan consolidé représente en moyenne 16.7% du montant total des actifs, la valeur minimale étant proche de 0 et la valeur maximale étant 97.4% du total du bilan pour l’année 2012 (Table 2b). Hormis un fléchissement constaté en 2009 et 2012, périodes marquées par la crise financière globale (2008) et la crise de la dette souveraine en Europe (2012-2013), une tendance haussière et continue du poids du *goodwill* dans le bilan des firmes incluses dans l’échantillon est observée. Ce poids croissant de la part du *goodwill* dans le total des actifs semble corroborer les observations de Li and Sloan (2017) pour le marché américain, même si la hausse n’est pas mesurée sur la même période et ne s’observe pas dans les mêmes proportions. En revanche, la tendance observée sur l’échantillon est similaire aux analyses effectuées sur une période comparable, pour les marchés européen, australien et nippon, par l’EFRAG, l’OIC et l’ASBJ (EFRAG, OIC, ASBJ, 2014 ; ASBJ, 2015 ; ASBJ, 2016).

Table 3 – Statistiques descriptives (échantillon dit « de masse »)

	N	Moyenne	Dev. Std	Min	Max
Price	22,292	54.1	628.2	0.01	49,713.6
Price + 3 months	22,301	54.9	620.6	0.01	39,257.8
Shareholders’ Equity	20,922	25.6	255.2	-3,299.5	16,688.7
Net Income	20,985	2.8	40.7	-1,304.9	2,984.4
New Goodwill	20,992	2.0	35.3	0.0	4,199.4
Old Goodwill	20,842	7.5	65.3	0.0	3,925.4

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action en date d’arrêté.

Les données statistiques sont décrites en Table 3. Le cours en date de clôture (« Price ») est en moyenne de 54.1 dollars U.S. en date d’arrêté, et de 54.9 dollars U.S. si mesuré trois mois après la date de clôture (« Price + 3 months »). La valeur comptable des capitaux

propres (« Shareholders' Equity ») s'élève en moyenne à 25.6 dollars U.S. par action, alors que le résultat par action (« Net Income ») est en moyenne de 2.8 dollars U.S. par action. Enfin, le *goodwill* antérieur (variable « OLDGW ») est de 7.5 dollars U.S. par action, plus élevé que le *goodwill* nouvellement acquis (« NEWGW ») qui s'établit à 2.0 dollars U.S. par action. La Table 4 fournit la matrice de corrélation de Pearson.

Table 4 –Matrice de corrélation (échantillon dit « de masse »)

	Price	Price + 3 Months	S. Equity	Net Income	Old Goodwill	New Goodwill
Price	1.00					
Price + 3 months	0.98 ^a	1.00				
S. Equity	0.89 ^a	0.90 ^a	1.00			
Net Income	0.89 ^a	0.84 ^a	0.75 ^a	1.00		
Old Goodwill	0.47 ^a	0.43 ^a	0.38 ^a	0.42 ^a	1.00	
New Goodwill	0.60 ^a	0.62 ^a	0.57 ^a	0.54 ^a	0.31 ^a	1.00

(a) Indique des niveaux de significativité à 1%.

La matrice de corrélation de Pearson met en évidence une corrélation forte entre les deux variables de marché (cours de bourse mesuré en date d'arrêté et cours de bourse mesuré trois mois plus tard). La valeur des firmes (mesurée sur la base du cours de bourse) incluses dans l'échantillon est également fortement corrélée à la valeur comptable des capitaux propres et à la variable de contrôle (« Net Income »). Cette dernière est également fortement corrélée à la valeur comptable des capitaux propres. La valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis présente une corrélation significative (supérieure à 50%) avec ces variables comptables (« Shareholders' Equity » et « Net Income ») et boursières (« Price » et « Price + 3 months »). Cette corrélation est plus faible pour le *goodwill* comptabilisé sur des exercices antérieurs. Enfin, la corrélation entre les deux variables « New Goodwill » et « Old Goodwill » est faible, compte tenu du fait que ces variables traduisent des transactions et des valeurs comptables indépendantes.

2.2.1.2 Résultats des Modèles (1) et (2) testés à partir d'une collecte massive de données

Les résultats de l'analyse multivariée des Modèles (1) et (2) sont présentés en Table 5, la valeur de la firme étant d'abord mesurée sur la base du cours en date d'arrêté, puis trois mois plus tard. Le Modèle (1) teste l'association entre valeur de la firme et *goodwill*

nouvellement acquis (NEWGW) alors que le Modèle (2) teste également le *goodwill* antérieur à la comptabilisation initiale des acquisitions d'entreprises incluses dans l'échantillon. Ainsi, pour le Modèle (1), la valeur comptable des capitaux propres exclut la valeur du *goodwill* nouvellement acquis (NEWGW), alors que dans le Modèle (2), la valeur comptable des capitaux propres exclut la valeur totale du *goodwill* tel que reporté au bilan (soit la somme de deux variables NEWGW et OLDGW).

Table 5 – Résultats de l'analyse de régression (échantillon dit « de masse ») – Echantillon COMPLET

Cours de bourse utilisé comme mesure de la valeur de la firme

Variables	Cours en date d'arrêt		Cours 3 mois après la date d'arrêt	
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (1)	Modèle (2)
Constante	(-22.20) (-2.41)	(-20.63) (-2.27)	(-16.86) (-1.65)	(-15.88) (-1.55)
Shareholders' Equity	1.23 *** (139.33)	1.20 *** (137.72)	1.43 *** (147.37)	1.43 *** (146.22)
Net Income	8.08 *** (147.91)	7.76 *** (141.86)	5.7 *** (95.12)	5.54 *** (90.98)
New Goodwill	2.25 *** (47.15)	2.07 *** (43.94)	3.39 *** (64.33)	3.30 *** (62.30)
Old Goodwill		1.89 *** (77.70)		1.66 *** (60.79)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	7,625.6 ***	7,633.7 ***	5,891.1 ***	5,701.2 ***
Adjusted R ²	90.2%	90.7%	87.7%	87.9%
N	20,610	20,458	20,652	20,498

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

Year and industry fixed effects included but not reported.

Les deux modèles sont statistiquement significatifs avec un R² ajusté de 90.2% sur le Modèle (1) et 90.7% sur le Modèle (2), en date d'arrêt, puis 87.7% (Modèle (1)) et 87.9% (Modèle (2)) trois mois plus tard. Les coefficients pour les variables indépendantes correspondant à la valeur comptable des capitaux propres et du résultat net sont positifs et statistiquement significatifs à 1%. Dans le Modèle (1), une association positive statistiquement significative à 1% entre le *goodwill* nouvellement acquis et la valeur de la firme est observée, laissant suggérer que les participants de marché évaluent positivement les composantes du *goodwill* reconnu sur les acquisitions conclues et comptabilisées sur la période. Cette association reste positive et statistiquement significative à 1% si mesurée trois mois après la date d'arrêt. Dans le Modèle (2), une association positive et

statistiquement significative à 1% est également observée entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill*, et ce, tant pour le *goodwill* nouvellement acquis que pour le *goodwill* antérieur à la date d'arrêté. Cette association reste positive et statistiquement significative lorsqu'elle est testée trois mois après la date de clôture.

La Table 6 fournit les résultats pour les mêmes modèles de régression mais sur les 12 104 observations de l'échantillon correspondant à une information financière en conformité avec les dispositions comptables IFRS. La Table 7 fournit les résultats pour les mêmes modèles de régression mais sur les 10 723 observations de l'échantillon correspondant à une information financière en conformité avec les dispositions comptables américaines (US GAAP).

Table 6 – Résultats de l'analyse de régression (échantillon dit « de masse ») – Sous-échantillon IFRS

Cours de bourse utilisé comme mesure de la valeur de la firme

Variables	Cours en date d'arrêté		Cours 3 mois après la date d'arrêté	
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (1)	Modèle (2)
Constante	(-27.69) (-1.48)	(-23.98) (-1.30)	(-23.49) (-1.13)	(-21.32) (-1.02)
Shareholders' Equity	1.24 *** (104.27)	1.21 *** (103.29)	1.43 *** (108.05)	1.43 *** (107.36)
Net Income	8.17 *** (111.27)	7.84 *** (106.61)	5.87 *** (71.72)	5.70 *** (68.47)
New Goodwill	2.16 *** (33.77)	1.99 *** (31.51)	3.33 *** (46.70)	3.24 *** (45.28)
Old Goodwill		1.91 *** (58.39)		1.66 *** (44.75)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	4,289.7 ***	4,302.5 ***	3,278.1 ***	3,171.5 ***
Adjusted R ²	90.7%	91.1%	88.2%	88.3%
N	10,991	10,896	11,017	10,922

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

Year and industry fixed effects included but not reported.

Table 7 – Résultats de l'analyse de régression (échantillon dit « de masse ») – Sous-échantillon US GAAP

Cours de bourse utilisé comme mesure de la valeur de la firme

Variables	Cours en date d'arrêté		Cours 3 mois après la date d'arrêté	
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (1)	Modèle (2)
Constante	13.29 (4.75)	13.93 (4.96)	16.21 (5.79)	17.05 (6.05)
Shareholders' Equity	0.98 *** (73.56)	0.95 *** (69.37)	1.19 *** (105.38)	1.16 *** (97.42)
Net Income	1.96 *** (20.86)	1.92 *** (20.46)	0.82 *** (12.71)	0.83 *** (12.84)
New Goodwill	3.62 *** (40.44)	3.37 *** (35.64)	3.23 *** (36.08)	3.03 *** (32.04)
Old Goodwill		1.13 *** (24.51)		1.21 *** (26.77)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	806.7 ***	775.7 ***	886.9 ***	846.5 ***
Adjusted R ²	66.8%	66.9%	68.8%	68.8%
N	9,635	9,576	9,649	9,590

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

Year and industry fixed effects included but not reported.

L'indicateur R² ajusté reste à des niveaux comparables à ceux observés sur l'échantillon complet, quoique légèrement plus bas pour le sous-échantillon US GAAP (66.8% et 66.9% pour les Modèles (1) et (2), respectivement, en date d'arrêté ; 68.8% pour les deux modèles trois mois après cette date). Pour les deux sous-échantillons, le coefficient pour les variables de résultat net et de capitaux propres reste positif et significatif à 1%, et ce pour les deux modèles, en date d'arrêté et en période subséquente. Les coefficients du *goodwill* nouvellement acquis et du *goodwill* antérieur présentent des signes et des niveaux de significativité similaires pour chacun des deux modèles et en comparaison de l'échantillon complet. Ces résultats semblent donc confirmer les résultats obtenus sur l'échantillon complet et résumés en Table 5.

2.2.2 Résultats empiriques sur l'échantillon reposant sur une collecte manuelle des données

2.2.2.1 Analyses statistiques

Cet échantillon se compose de 692 acquisitions conclues sur la décennie s'étalant de l'année 2005 au premier trimestre 2016. Sur la période observé (2005-2015), le *goodwill* comptabilisé lors de l'acquisition (« NEWGW ») représente en moyenne 6.6% du montant total du bilan, la valeur minimale étant proche de 0% du total du bilan et la valeur maximale représentant 63.9% du total du bilan pour l'exercice 2006 (Table 8a).

Table 8a – Part (%) du *goodwill* nouvellement acquis sur le total du bilan (échantillon manuel)

Année	Observations	Moyenne	Min	Max
2005	35	7.18	0.0	35.4
2006	55	6.39	0.0	63.9
2007	97	8.69	0.0	38.2
2008	77	6.66	0.0	42.4
2009	55	4.97	0.0	39.9
2010	79	5.16	0.0	36.4
2011	69	4.77	0.0	23.3
2012	69	6.21	0.0	25.8
2013	52	5.82	0.0	27.8
2014	54	8.38	0.0	39.2
2015	44	7.61	0.0	30.2
2016	5	17.53	2.5	43.2
Total	691	6.6	2.5	63.9

Sur cette même période, la valeur totale du *goodwill* inscrit au bilan consolidé représente en moyenne 21.8% du montant total des actifs, la valeur minimale étant proche de 0% et la valeur maximale étant 99.2% du total du bilan pour l'année 2009 (Table 8b).

Table 8b – Part (%) de la valeur comptable du *goodwill* inscrit à l’actif sur le total du bilan (échantillon manuel)

Année	Observations	Moyenne	Min	Max
2005	35	17.59	0.0	51.9
2006	55	14.78	0.0	63.9
2007	97	22.61	0.0	54.4
2008	77	20.20	0.0	51.3
2009	55	22.95	1.2	99.2
2010	79	23.35	0.2	87.5
2011	69	23.40	0.4	62.2
2012	69	23.51	0.6	66.0
2013	52	19.41	0.8	47.1
2014	54	25.57	0.5	57.4
2015	44	22.26	0.0	53.9
2016	5	35.42	15.3	48.3
Total	691	21.8	0.0	99.2

La tendance haussière et continue du poids du *goodwill* dans le bilan des firmes incluses dans cet échantillon est plus difficile à interpréter, à la différence des statistiques descriptives de l’échantillon de masse, en raison possiblement de la taille réduite de l’échantillon manuel. Un fléchissement est cependant constaté en 2008 et en 2013, années de crise financière aux Etats-Unis, puis en Europe.

Table 9 – Statistiques descriptives (échantillon manuel)

	N	Moyenne	Dév. std	Min	Max
Price	691	51.2	84.5	0.2	1321.8
Price + 3 months	691	52.8	83.1	0.2	1099.7
Shareholders’ Equity	688	22.9	49.6	-0.6	948.6
Net Income	688	2.7	7.6	-21.2	159.5
New Goodwill	688	3.1	7.5	0.0	107.4
Old Goodwill	688	7.6	23.6	0.0	551.7

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action en date d’arrêté.

Les données statistiques sont décrites en Table 9. Le cours en date de clôture (« Price ») est en moyenne de 51.2 dollars U.S. en date d’arrêté (« Price »), et de 52.8 dollars U.S. si mesuré trois mois après la date de clôture (« Price + 3 months »). La valeur comptable des capitaux propres (« Shareholders’ Equity ») s’élève en moyenne à 22.9 dollars U.S. par action, alors que le résultat par action (« Net Income ») est en moyenne de 2.7 dollars U.S. par action. Enfin, le *goodwill* antérieur (« Old *Goodwill* ») est de 7.6 dollars U.S. par action, plus élevé que le *goodwill* nouvellement acquis (« New *Goodwill* ») qui s’établit à 3.1 dollars U.S. par action. Ces mesures sont comparables à celles observées sur

l'échantillon de masse (Table 3). La Table 10 fournit la matrice de corrélation de Pearson pour cet échantillon manuel.

Table 10 – Matrice de corrélation (échantillon manuel)

	Price	Price + 3 Months	S. Equity	Net Income	Old Goodwill	New Goodwill
Price	1.00					
Price + 3 months	0.98 ^a	1.00				
S. Equity	0.87 ^a	0.83 ^a	1.00			
Net Income	0.79 ^a	0.74 ^a	0.75 ^a	1.00		
Old Goodwill	0.12 ^a	0.12 ^a	0.10 ^a	0.06 ^a	1.00	
New Goodwill	0.21 ^a	0.19 ^a	0.29 ^a	0.01 ^a	0.11 ^a	1.00

(a) indique des niveaux de significativité à 1%.

La matrice de corrélation de Pearson met en évidence une corrélation forte entre les deux variables de marché (cours de bourse mesuré en date d'arrêté et cours de bourse mesuré trois mois plus tard). La valeur des firmes (mesurée sur la base du cours de bourse) incluses dans l'échantillon est également fortement corrélée à la valeur comptable des capitaux propres et à la variable de contrôle (« Net Income »). Cette dernière est également fortement corrélée à la valeur comptable des capitaux propres. Ces valeurs sont similaires à celles observées sur l'échantillon de masse. En revanche, la valeur comptable du *goodwill* (nouvellement acquis ou reconnu sur des exercices antérieurs) présente une corrélation relativement faible avec les variables comptables (« Shareholders' Equity » et « Net Income ») et boursières (« Price » et « Price + 3 months »), à la différence des niveaux significatifs observés sur l'échantillon de masse. Ceci peut s'expliquer par la taille réduite de l'échantillon manuel.

2.2.2.2 Résultats des Modèles (1) et (2) testés à partir d'une collecte manuelle de données

Les résultats de l'analyse multivariée des Modèles (1) et (2) sont présentés en Table 11, la valeur de la firme étant d'abord mesurée sur la base du cours en date d'arrêté, puis trois mois après la date de clôture. Comme pour l'échantillon de masse, le Modèle (1) teste l'association entre valeur de la firme et *goodwill* nouvellement acquis (NEWGW) alors que le Modèle (2) teste également le *goodwill* antérieur à la comptabilisation initiale des regroupements d'entreprises inclus dans l'échantillon. Ainsi, pour le Modèle (1), la valeur comptable des capitaux propres exclut la valeur du *goodwill* nouvellement acquis,

(NEWGW), alors que dans le Modèle (2), la valeur comptable des capitaux propres exclut la valeur totale du *goodwill* tel que reporté au bilan (soit la somme de OLDGW et NEWGW).

Table 11 – Résultats de l’analyse de régression – Echantillon manuel (échantillon COMPLET)
Cours de bourse utilisé comme mesure de la valeur de la firme

Variables	Cours en date d’arrêté		Cours 3 mois après la date d’arrêté	
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (1)	Modèle (2)
Constant	7.19 (1.06)	5.11 (0.75)	11.52 (1.48)	9.80 (1.25)
Shareholders’ Equity	1.09 *** (21.96)	1.09 *** (21.95)	1.15 *** (19.59)	1.14 *** (19.53)
Net Income	3.48 *** (11.49)	3.47 *** (11.49)	2.09 *** (5.81)	2.10 *** (5.83)
New Goodwill	1.24 *** (6.34)	1.20 *** (6.12)	1.97 *** (7.64)	1.92 *** (7.40)
Old Goodwill		1.21 *** (15.69)		1.25 *** (14.04)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	140.00 ***	134.50 ***	94.95 ***	90.92 ***
Adjusted R ²	81.0%	81.1%	74.3%	74.3%
N	686	686	685	685

t statistics in parentheses, are based on White’s (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

Year and industry fixed effects included but not reported.

Les deux modèles sont statistiquement significatifs avec un R² ajusté de 81.0% pour le Modèle (1) et de 81.1% pour le Modèle (2), en date d’arrêté, puis 74.3% pour chacun des deux modèles trois mois après la date d’arrêté. Les coefficients pour les variables indépendantes correspondant à la valeur comptable des capitaux propres et du résultat net sont positifs et statistiquement significatifs à 1%. Dans le Modèle (1), une association positive statistiquement significative à 1% est observée entre le *goodwill* nouvellement acquis et la valeur de la firme, laissant suggérer, comme pour l’échantillon de masse, que les participants de marché évaluent positivement les composantes du *goodwill* reconnu sur les acquisitions conclues et comptabilisées sur la période. Dans le Modèle (2), une association positive statistiquement significative à 1% est également observée entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill*, et ce, tant pour le *goodwill* nouvellement acquis que pour le *goodwill* antérieur à la date d’arrêté. Cette association reste positive et statistiquement significative à 1% trois mois après la date de clôture.

Table 12 – Résultats de l'analyse de régression (échantillon manuel) – Sous-échantillon IFRS

Cours de bourse utilisé comme mesure de la valeur de la firme

Variables	Cours en date d'arrêt		Cours 3 mois après la date d'arrêt	
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (1)	Modèle (2)
Constant	0.20 (0.01)	-1.30 (-0.10)	-0.68 (-0.04)	-1.44 (-0.09)
Shareholders' Equity	1.04 *** (11.25)	1.01 *** (11.04)	1.21 *** (10.79)	1.17 *** (10.32)
Net Income	4.09 *** (6.92)	4.09 *** (6.99)	2.30 *** (3.22)	2.41 *** (3.39)
New Goodwill	0.88 ** (2.27)	0.80 ** (2.10)	2.42 *** (4.14)	2.17 *** (3.67)
Old Goodwill		1.92 *** (4.99)		2.09 *** (4.82)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	65.67 ***	63.87 ***	46.13 ***	44.65 ***
Adjusted R ²	83.7%	84.0%	78.2%	78.5%
N	229	229	228	228

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

Year and industry fixed effects included but not reported.

Table 13 – Résultats de l'analyse de régression (échantillon manuel) – Sous-échantillon US GAAP

Cours de bourse utilisé comme mesure de la valeur de la firme

Variables	Cours en date d'arrêt		Cours 3 mois après la date d'arrêt	
	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (1)	Modèle (2)
Constant	10.05 (0.93)	9.70 (0.90)	22.15 (1.70)	22.32 (1.71)
Shareholders' Equity	1.30 *** (19.84)	1.29 *** (19.62)	1.30 *** (16.53)	1.31 *** (16.41)
Net Income	3.51 *** (10.30)	3.50 *** (10.21)	3.38 *** (8.22)	3.39 *** (8.19)
New Goodwill	1.92 *** (9.86)	1.91 *** (9.73)	1.88 *** (8.01)	1.88 *** (7.96)
Old Goodwill		1.31 *** (17.85)		1.30 *** (14.67)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	50.32 ***	47.94 ***	34.79 ***	33.13 ***
Adjusted R ²	69.4%	69.4%	60.9%	60.8%
N	457	457	457	457

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

Year and industry fixed effects included but not reported.

La Table 12 fournit les résultats pour les mêmes modèles de régression mais sur les 231 observations de l'échantillon correspondant à une information financière en conformité avec les dispositions comptables IFRS. La Table 13 fournit les résultats pour les mêmes

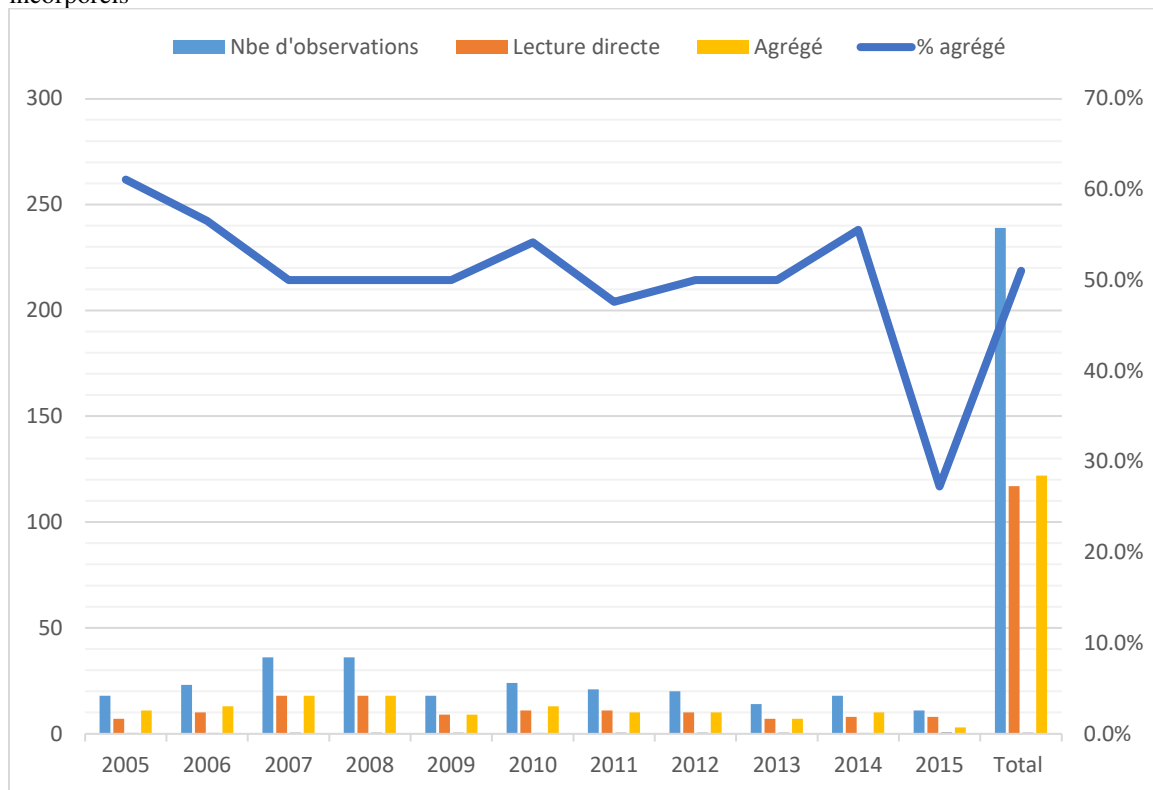
modèles de régression mais sur les 461 observations de l'échantillon correspondant à une information financière en conformité avec les dispositions comptables américaines (US GAAP). Comme pour l'échantillon de masse (Tables 6 et 7), l'indicateur R^2 ajusté reste à des niveaux comparables à ceux observés sur l'échantillon complet, quoique légèrement plus bas pour le sous-échantillon US GAAP (69.4% pour les deux modèles en date d'arrêt, puis 60.9% et 60.8% pour chacun des deux modèles, trois mois après cette date). Pour les deux sous-échantillons, le coefficient pour les variables de résultat net et de capitaux propres reste positif et significatif à 1%, et ce pour les deux modèles, en date d'arrêt et en période subséquente. L'association reste positive et statistiquement significative, pour les deux sous-échantillons (à 1% pour le sous-échantillon US GAAP et à 5% pour le sous-échantillon IFRS) pour le goodwill nouvellement acquis. Une association positive et statistiquement significative à 1% est également observée sur les deux sous-échantillons pour le goodwill reconnu sur des exercices antérieurs. Ces résultats semblent donc confirmer les résultats obtenus sur l'échantillon complet et résumés en Table 11.

L'étude empirique conduite sur le sous-échantillon IFRS inclut également une variable d'interaction afin de mesurer l'effet statistique de la présentation du goodwill sur une rubrique spécifique du bilan ou dans une rubrique plus générale incluant les autres immobilisations incorporelles. Cette différence de présentation n'est pas statistiquement pertinente.

La collecte manuelle de données permet en effet d'apporter certains éléments analytiques quant à la présentation au bilan consolidé du goodwill, en application de la norme IAS 1. La présentation IFRS diffère de la présentation requise par les dispositions américaines. En application de ces dernières (ASC 350-20-45-1), la présentation du goodwill sur une rubrique spécifique du bilan est obligatoire. Le paragraphe 55 de la norme IAS 1 stipule en revanche qu'une entité présente sur l'état de la situation financière (bilan) des postes, rubriques ou sous-totaux supplémentaires dès lors que cette présentation est pertinente et utile à une meilleure compréhension de sa situation financière. Près de la moitié (51%) des observations IFRS composant l'échantillon manuel utilisé dans cette étude empirique

correspond à des firmes qui ne présentent pas le *goodwill* sur une ligne spécifique du bilan consolidé, les écarts d'acquisition étant agrégés pour ces firmes dans la même rubrique que les autres immobilisations incorporelles (Graphique 1).

Graphique 1 : Répartition dans l'échantillon manuel entre *goodwill* présenté au bilan IFRS sur une rubrique spécifique (*goodwill* en lecture directe) et *goodwill* présenté sur la même ligne que les autres actifs incorporels



Hormis une baisse à 27% constatée sur l'exercice 2015, la présentation du *goodwill* sur une rubrique commune aux autres actifs incorporels se maintient au-dessus de 50% de l'échantillon manuel entre 2005 et 2014. Cela semble suggérer, dans l'hypothèse que les dispositions de IAS 1.55 remplissent leur objectif de valeur informative et de pertinence, que les préparateurs des états financiers jugent qu'une présentation du *goodwill* en lecture directe au bilan n'est pas utile à la compréhension de la situation financière. Pourtant, pour le sous-échantillon IFRS de l'échantillon manuel, le *goodwill* représente en moyenne 63% du montant total des autres actifs immobilisés (somme des immobilisations corporelles et incorporelles, *goodwill* exclus), avec une valeur médiane de 39% sur la totalité de l'échantillon (Table 14).

Table 14 – Valeur comptable du *goodwill* en pourcentage de la valeur comptable, en date d'arrêté, des autres actifs immobilisés – Sous-échantillon manuel IFRS

	N	% Moyen	% Médian	% Min	% Max
2005	18	44.0	30.5	1.2	134.8
2006	23	227.7	15.0	0.0	4766.0
2007	36	42.1	36.1	0.6	94.7
2008	36	45.5	36.7	0.1	234.3
2009	18	50.0	51.2	9.0	109.5
2010	24	45.8	39.0	3.7	97.2
2011	21	45.8	45.5	7.7	88.4
2012	20	41.9	39.1	2.9	86.6
2013	14	49.2	48.3	17.4	112.1
2014	18	56.0	50.1	8.3	104.1
2015	11	37.0	39.1	0.0	65.2
Total	239⁽¹⁾	63.1	38.7	0.0	4,766.0

(1) Cet échantillon contient 8 observations pour des firmes suisses reportant selon le référentiel international Swiss GAAP RPC, pour lequel la présentation bilantielle du *goodwill* (si reconnu comme actif et non compensé contre les capitaux propres) est comparable à la présentation IFRS. Ceci explique la différence avec le total du sous-échantillon IFRS (231 observations) présenté en Table 1b.

Il est raisonnable de supposer qu'un ratio de 50% (valeur comptable du *goodwill* exprimé en pourcentage de la valeur comptable, en date d'arrêté, des autres actifs immobilisés) exigerait une présentation du *goodwill* en lecture directe du bilan une fois atteint ce ratio (seuil de pertinence). Pour 19.7% des acquisitions ayant atteint ce seuil de pertinence, le *goodwill* n'est pourtant pas présenté sur une rubrique spécifique du bilan consolidé. Ce pourcentage augmente à 27.6% et 33.1%, si le seuil de pertinence est, respectivement, réduit à 30% et 20% (Table 15).

Table 15 – Part (%) des observations présentant le *goodwill* de manière agrégée selon le degré de pertinence appliqué (50%, 30% ou 20%) – Sous-échantillon manuel IFRS

	N	Pertinence à 50%	Pertinence à 30%	Pertinence à 20%
2005	18	11.1	22.2	33.3
2006	23	8.7	17.4	21.7
2007	36	13.9	19.4	25.0
2008	36	19.4	27.8	30.6
2009	18	27.8	33.3	38.9
2010	24	16.7	25.0	33.3
2011	21	28.6	38.1	42.9
2012	20	30.0	35.0	40.0
2013	14	21.4	28.6	35.7
2014	18	33.3	50.0	50.0
2015	11	9.1	9.1	18.2
Total	239⁽¹⁾	19.7	27.6	33.1

(1) Cet échantillon contient 8 observations pour des firmes suisses reportant selon le référentiel international Swiss GAAP RPC, pour lequel la présentation bilantielle du *goodwill* (si reconnu comme actif et non compensé contre les capitaux propres) est comparable à la présentation IFRS. Ceci explique la différence avec le total du sous-échantillon IFRS (231 observations) présenté en Table 1b.

Cette analyse pourrait suggérer que le paragraphe 55 de la norme IAS 1 donne un degré de latitude important quant à la présentation du *goodwill* au bilan, ce qui pourrait nuire à la comparabilité des états financiers entre périodes reportées, entre entités reportant en IFRS, mais aussi entre entités reportant en IFRS et entités reportant en US GAAP. Cependant, l'introduction dans l'étude sur le sous-échantillon IFRS d'une variable d'interaction afin de mesurer l'effet statistique de cette différence de présentation ne permet pas de conclure à une différence de présentation statistiquement pertinente.

2.2.3 Analyse comparée des résultats (échantillon de masse et échantillon manuel)

Bien que fondamentalement différents, les deux échantillons fournissent des résultats empiriques comparables. Ainsi, la collecte de données sur la base d'un large échantillon composé de données comptables ou la collecte de données transactionnelles à partir des informations fournies en annexe aux états financiers suggèrent les mêmes conclusions quant à la valeur informative du *goodwill*. Cependant, analyser les données à partir d'un échantillon construit manuellement permet un niveau de granularité plus important, permettant de tester d'autres aspects de la problématique comptable autour des regroupements d'entreprises, telle que la présentation du *goodwill* sur une rubrique spécifique du bilan.

L'échantillon de masse composé de 22 827 observations et l'échantillon composé de 692 observations, reportent tous deux une part relativement similaire du *goodwill* dans le total du bilan sur la période observée, en moyenne 16.7% pour l'échantillon de masse et 21.8% pour l'échantillon manuel (Table 2b et Table 8b). Les données statistiques descriptives (valeur moyenne des variables dépendantes et indépendantes) sont également comparables, malgré la différence dans la taille des deux échantillons (Table 16 et Table 17).

Table 16 – Statistiques descriptives comparées

	N		Moyenne		Dév. Std	
	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel
Price	22,292	691	54.1	51.2	628.2	84.5
Price + 3 months	22,301	691	54.9	52.8	620.6	83.1
Shareholders' Equity	20,922	688	25.6	22.9	255.2	49.6
Net Income	20,985	688	2.8	2.7	40.7	7.6
New Goodwill	20,992	688	2.0	3.1	35.3	7.5
Old Goodwill	20,842	688	7.5	7.6	65.3	23.6

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action en date d'arrêté.

	Min		Max	
	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel
Price	0.01	0.2	49,713.6	1,321.8
Price + 3 months	0.01	0.2	39,257.8	1,099.7
Shareholders' Equity	-3,299.5	-0.6	16,688.7	948.6
Net Income	-1,304.9	-21.2	2,984.4	159.5
New Goodwill	0.0	0.0	4,199.4	107.4
Old Goodwill	0.0	0.0	3,925.4	551.7

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action en date d'arrêté.

Table 17 – Résultats comparés de l'analyse de régression

	Echantillon COMPLET				Sous-échantillon IFRS				Sous-échantillon US GAAP			
	Modèle (1)		Modèle (2)		Modèle (1)		Modèle (2)		Modèle (1)		Modèle (2)	
	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel	Echantillon de masse	Echantillon manuel
Shareholders' Equity (en date d'arrêté)	1.23	1.09	1.20	1.09	1.24	1.04	1.21	1.01	0.98	1.30	0.95	1.29
(trois mois plus tard)	1.43	1.15	1.43	1.14	1.43	1.21	1.43	1.17	1.19	1.30	1.16	1.31
Net Income (en date d'arrêté)	8.08	3.48	7.76	3.47	8.17	4.09	7.84	4.09	1.96	3.51	1.92	3.50
(trois mois plus tard)	5.70	2.09	5.54	2.10	5.87	2.30	5.70	2.41	0.82	3.38	0.83	3.39
New Goodwill (en date d'arrêté)	2.25	1.24	2.07	1.20	2.16	0.88	1.99	0.80	3.62	1.92	3.37	1.91
(trois mois plus tard)	3.39	1.97	3.30	1.92	3.33	2.42	3.24	2.17	3.23	1.88	3.03	1.88
Old Goodwill (en date d'arrêté)	-	-	1.89	1.21	-	-	1.91	1.92	-	-	1.13	1.31
(trois mois plus tard)	-	-	1.66	1.25	-	-	1.66	2.09	-	-	1.21	1.30
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adjusted R ² (en date d'arrêté)	90.2%	81.0%	90.7%	81.1%	90.7%	83.7%	91.1%	84.0%	66.8%	69.4%	66.9%	69.4%
(trois mois plus tard)	87.7%	74.3%	87.9%	74.3%	88.2%	78.2%	88.3%	78.5%	68.8%	60.9%	68.8%	60.8%
N (at reporting date)	20,610	686	20,458	686	10,991	229	10,896	229	9,635	457	9,576	457
(trois mois plus tard)	20,652	685	20,498	685	11,017	228	10,922	228	9,649	457	9,590	457

Les deux approches présentent des résultats statistiquement significatifs à 1% pour le Modèle (1) et le Modèle (2) sur l'échantillon complet, avec un R^2 ajusté proche de 90% sur l'échantillon de masse, comparé à un R^2 ajusté s'établissant entre 81% pour le Modèle (1) et 74% pour le Modèle (2) sur l'échantillon manuel. Ces niveaux sont plus bas pour les sous-échantillons US GAAP (entre 61% et 69%), et ce dans les deux approches, ce qui n'est pas le cas pour les sous-échantillons IFRS qui eux présentent des niveaux R^2 ajustés tout à fait comparables à l'échantillon complet. Les deux variables OLDGW et NEWGW restent associées de manière positive à la valeur de la firme, tant en date d'arrêté que trois mois après cette date, pour les deux sous-échantillons. Cette association positive est observée sur les deux approches méthodologiques, et à des niveaux comparables pour le référentiel IFRS et le référentiel US GAAP.

3 Valeur informative du *goodwill* : conclusions de l'étude empirique comparée

Cette étude empirique traite de la valeur informative (*value relevance*) du *goodwill* reconnu en tant qu'actif au bilan lors de l'allocation du prix d'acquisition réalisée en comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, en application de la méthode d'acquisition, et ce sur la base comparée de deux référentiels : IFRS (norme IFRS 3 dans sa version révisée) et US GAAP (ASC 805, ancienne norme FAS 141 dans sa version révisée). Afin de tester la valeur informative du *goodwill*, deux modèles de régression linéaire à plusieurs variables sont utilisés. Le premier modèle consiste à tester l'association positive entre valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis, et valeur de la firme acheteuse (mesurée sur la base du cours de bourse en date d'arrêté et en période subséquente, soit trois mois après la date de clôture). Le second modèle s'intéresse à l'antériorité du *goodwill* en testant également le *goodwill* comptabilisé sur des exercices précédents.

Le *goodwill* est un actif complexe, et les résultats sont difficiles à interpréter sur des actifs d'une telle nature. C'est la raison pour laquelle deux approches méthodologiques de collecte de données sont suivies : tout d'abord, une collecte de masse à partir de la base de

données Datastream, afin de constituer un large échantillon de données comptables ; puis une collecte plus fine de données transactionnelles construite à partir d'une revue détaillée des mentions en annexe relatives aux acquisitions d'entreprises incluses dans les rapports financiers des entités acheteuses. Les résultats sont comparables sur les deux types d'échantillons (échantillon de masse de 22 827 observations et échantillon manuel de 692 observations). Une association positive et statistiquement significative à 1% est observée entre valeur comptable du *goodwill* (nouvellement acquis et antérieur) et valeur de la firme, ce qui laisse suggérer que la comptabilisation du *goodwill* en tant qu'actif est une information utile et pertinente pour les utilisateurs de l'information financière. Ces résultats se confirment tant pour le référentiel IFRS que pour le référentiel US GAAP. Ainsi, ces résultats semblent suggérer que les objectifs affichés par les organes normalisateurs international (IASB) et américain (FASB) lors de la publication des normes IFRS 3 et FAS 141 sont atteints. La position des deux instances lors des délibérations ayant suivi la revue post-adoption paraît donc justifiée : la méthode d'acquisition, et la comptabilisation de l'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition en tant que *goodwill* à l'actif du bilan, reste une méthode comptable pertinente qui renforce l'utilité de l'information financière malgré le degré d'imprécision, le niveau élevé de jugement professionnel et le recours de mesures non vérifiables qu'elle implique. Ces résultats peuvent notamment confirmer la position récemment exprimée par l'IASB dans le document de discussion publié en 2020 (DP/2020/1) et l'exposé-sondage publié en 2024, de rejeter définitivement la compensation du *goodwill* contre les capitaux propres comme méthode alternative à la méthode de l'acquisition.

Ces résultats semblent donc confirmer, sur la base de données empiriques plus récentes, les conclusions de recherches académiques antérieures conduites avant et/ou après la publication des normes IFRS et US GAAP relatives aux regroupements d'entreprises. En outre, le Modèle (2) testé dans cette étude suggère que la valeur informative du *goodwill* n'est pas limitée au *goodwill* nouvellement acquis, une association positive significative étant également observée entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill* reconnu sur des exercices antérieurs. En termes de normalisation comptable, et plus précisément concernant la définition d'un actif, cette étude semble également confirmer le bien-fondé

de la présomption selon laquelle le critère de probabilité d'avantages économiques futurs est considéré comme toujours rempli dans le cadre des immobilisations incorporelles acquises, ce qui a conduit l'IASB à amender la norme IAS 38 lors de la révision des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises. Ainsi, l'incertitude ne porte pas sur l'existence d'avantages économiques futurs mais bien sur le montant et la périodicité de ces avantages.

Les différences entre le référentiel IFRS et le référentiel US GAAP dans l'application des normes relatives aux regroupements d'entreprises ne semblent pas remettre en cause ces postulats, y compris dans la présentation du *goodwill* dans le bilan consolidé (sur une rubrique spécifique du bilan, de manière obligatoire, en US GAAP alors que la norme IAS 1 relative à la présentation des états financiers laisse un degré de latitude élevé aux préparateurs des états financiers). Sur ce dernier point de présentation bilantielle, les analyses conduites dans cette étude empirique ne permettent pas de conclure à une différence statistiquement pertinente. On peut en déduire que la présentation du *goodwill* sur une rubrique spécifique du bilan ne semble pas augmenter l'utilité de l'information financière. Ainsi, la latitude laissée par le paragraphe 55 de la norme IAS 1 aux préparateurs d'états financiers IFRS ne semble pas impacter la qualité des états financiers. Il pourrait donc être recommandé à l'IASB de ne pas retenir sa proposition, formulée en paragraphe BC119 de l'Exposé-sondage relatif à la présentation des états financiers et à l'information à fournir en annexes, d'une présentation, sur une rubrique séparée du bilan, de la valeur comptable du *goodwill*. De même, la proposition formulée par l'IASB dans son document de discussion DP/2020/1 visant à présenter « en pied de rubrique » le montant des capitaux propres, *goodwill* exclus, ne semble pas pertinente et ne devrait pas augmenter l'utilité informative des états financiers. Les résultats confirment donc le bien-fondé de la décision, formulée par l'IASB dans l'exposé-sondage ED/2024/1 relatif aux regroupements d'entreprises, d'abandonner cette proposition²⁴⁰.

Enfin, les données statistiques descriptives analysées dans cette étude semblent confirmer une tendance haussière et continue du poids du *goodwill* dans le bilan des sociétés cotées.

²⁴⁰ ED/2024/1, par. BC16(b).

Cette tendance n'est observée que sur l'échantillon résultant d'une collecte massive de données et n'est pas prégnante dans l'échantillon manuel. Ce poids croissant de la part du *goodwill* dans le total des actifs semble corroborer les observations de Li and Sloan (2017) pour le marché américain, même si la hausse n'est pas mesurée sur la même période et ne s'observe pas dans les mêmes proportions. En revanche, la tendance observée sur l'échantillon de masse est similaire aux analyses effectuées sur une période comparable, pour les marchés européen, australien et nippon (EFRAG, OIC, ASBJ, 2014 ; ASBJ, 2015 ; ASBJ, 2016).

L'étude conduite dans ce chapitre pourrait être étendue à d'autres référentiels comptables, notamment nationaux, permettant un choix de politique comptable consistant à compenser la valeur du *goodwill* contre les capitaux propres, afin de tester dans ce contexte la valeur informative du *goodwill* reconnu en tant qu'actif. De plus, cette analyse est conduite sur la base de variables indépendantes de stocks (positions bilantielles et cours de bourse à une date donnée) alors qu'elle pourrait être complétée par une étude empirique visant à tester l'association entre le *goodwill* nouvellement acquis (considéré alors comme flux) et le rendement boursier. Une étude suivant la même méthodologie mais selon une approche différenciée par composante du *goodwill* serait également pertinente, dans la lignée des travaux de Henning *et al.* (2000). Cela permettrait de statuer, sur la base de données empiriques récentes, sur le bien-fondé de la décision prise par l'IASB, dans le cadre de son projet de recherche, de rejeter définitivement une approche alternative consistant à comptabiliser le *goodwill* non en tant qu'élément résiduel de la méthode d'acquisition mais selon une approche différenciée en fonction de ses composantes.

Cette étude sur la valeur informative du *goodwill* lors de sa comptabilisation initiale est complétée par une étude post-acquisition, visant à tester l'association entre cette même valeur comptable et les avantages économiques futurs générés lors de l'intégration de l'entreprise acquise (Chapitre III).

CHAPITRE III – DEUXIEME
ETUDE EMPIRIQUE COMPAREE :
VALEUR DE CONFIRMATION DU
GOODWILL ET AVANTAGES
ECONOMIQUES POST-
ACQUISITION

En tant qu'investissement, une acquisition d'entreprise doit créer de la valeur, en s'assurant que le prix payé pour l'entreprise acquise est inférieur aux avantages économiques futurs attendus de son intégration. L'élément fondamental pour que l'entreprise acquise se concrétise, pour l'entreprise acheteuse, en un investissement à valeur nette positive, est la réalisation de synergies durant la phase d'intégration : logique communément résumée dans les manuels de finance d'entreprise selon la formule « $1 + 1 = 2$ » ou « $2 + 2 = 5$ » (Teitelman, 2016 ; Quiry and Le Fur, 2017 ; Fernandes, 2019). Par la réalisation de synergies notamment, les stratégies de croissance par acquisitions permettent d'exploiter un potentiel de création de valeur entre l'acquéreur et l'entreprise-cible : économies d'échelle, meilleure allocation des coûts fixes et de structure, extension de parts de marché, élargissement des segments de clientèle-cible, ou encore standardisation et rationalisation autour de méthodes de gestion jugées plus efficaces.

Le principal risque posé par un regroupement d'entreprises reste la détermination d'un *juste prix* durant la phase de négociation. Les risques de surévaluation restent importants et les hypothèses utilisées dans les projections de flux de trésorerie futurs peuvent s'avérer erronées ou trop optimistes. A cela s'ajoutent des biais comportementaux poussant les acquéreurs à surpayer l'entreprise-cible (Jensen, 1986 ; Roll, 1986 ; McAfee and McMillan, 1987 ; Jensen, 1988 ; Jensen, 1993 ; Moeller *et al.*, 2004 ; Malmendier and Tate, 2008) ou générant des erreurs d'évaluation (Camblain and Rérolle, 2024). La création de valeur dépend également des conditions dans lesquelles se fait l'intégration. Une partie du prix payé correspond en effet aux synergies attendues lors de l'intégration et leur réalisation dépend des efforts fournis par l'acquéreur post-acquisition. Afin de limiter les risques de surprix, l'acquéreur ne doit pas inclure dans le prix payé les synergies jugées trop incertaines, en s'efforçant d'évaluer l'acquisition sur la base des flux de trésorerie futurs générés par l'entreprise telle qu'elle est et non telle qu'elle est supposée être dans un futur plus ou moins proche. Lors de l'évaluation d'entreprise, l'acheteur doit donc quantifier le montant de synergies attendues lors de l'intégration de l'entreprise-cible dans son périmètre de consolidation et de gestion. Une fois les synergies chiffrées, l'acquéreur est en mesure de définir, en vue de la phase de négociation, le montant de synergies qu'il est prêt à payer. En finance, la prime de contrôle se quantifie en termes de flux de trésorerie

additionnels attendus du regroupement d'entreprises. En comptabilité, cette prime de contrôle justifie la détermination d'un écart d'acquisition.

Ces éléments fondamentaux se retrouvent en filigrane des dispositions comptables relatives à l'allocation du prix d'acquisition en comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, puis dans le modèle de dépréciation dans la comptabilisation post-acquisition du *goodwill*. La question, objet de ce nouveau chapitre, est d'évaluer si le *goodwill* répond toujours à la définition d'un actif en périodes subséquentes à l'acquisition, en confrontant la valeur comptable du *goodwill*, reconnu en comptabilisation initiale en tant qu'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, avec les flux de trésorerie additionnels générés post-acquisition durant la phase d'intégration, notamment grâce à la réalisation de synergies. Il s'agit aussi de comprendre, en tenant compte des coûts inhérents à toute intégration, dans quelle mesure ces avantages économiques futurs sont associés aux mesures de restructuration et ou de réorganisation prises en phase d'intégration et nécessaires à la création de certaines synergies, notamment de coûts. Enfin, le *goodwill* étant l'élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, sa valeur comptable dépend de l'évaluation à la juste valeur des autres éléments du regroupement d'entreprises, dont les autres actifs, souvent incorporels, acquis. De plus, la juste valeur de ces actifs tient compte des synergies attendues de leur utilisation, selon les hypothèses formulées par un participant de marché. La question de la valeur de confirmation de ces actifs doit donc également être posée.

1 L'actif *Goodwill* à l'épreuve des faits

La méthode de l'acquisition repose sur une approche globale qui consiste à analyser le regroupement d'entreprises dans son intégralité. Dans cette approche, le fait que l'ensemble du regroupement d'entreprises, en tant qu'investissement, réponde à la définition d'un actif permet de conclure que chaque élément de l'allocation du prix d'acquisition, dont l'écart résiduel lui-même, est un actif. C'est ce qui conduit les organes normalisateurs à affirmer que tout *goodwill* comptabilisé en date d'acquisition en tant qu'actif ne peut inclure un surpris connu de l'acquéreur, et que, si tel était le cas, déterminer

la part de surpris serait chose ardue, voire impossible²⁴¹. Le *goodwill* contient pourtant plusieurs composantes, ce qui rend sa nature particulièrement complexe (Johnson and Petrone, 1998). Il se compose du *goodwill* généré en interne par l'entreprise acquise et existant avant le regroupement (*going concern goodwill*). La main d'œuvre assemblée est un élément de cette composante. Le *goodwill* inclut également les synergies attendues du regroupement d'entreprises et payées au vendeur. Cette dernière composante n'existe pas en dehors du regroupement d'entreprises puisque les flux de trésorerie attendus de ces synergies se fondent sur l'intégration des deux entreprises afin de ne constituer qu'une seule unité génératrice de trésorerie (procédés nouvellement intégrés, main d'œuvre nouvellement assemblée, censés générer des flux de trésorerie futurs accrus). Cependant, le *goodwill*, en tant qu'écart résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, peut également inclure des erreurs d'appréciation dans l'évaluation du prix d'acquisition. Cela peut correspondre à une surévaluation des flux de trésorerie attendus de l'entreprise acquise prise individuellement, ou une estimation erronée des synergies attendues du regroupement d'entreprises. Enfin, le *goodwill* peut inclure un surpris lors d'acquisitions onéreuses, dans l'ignorance de l'acquéreur, prisonnier de biais comportementaux. Il est par conséquent pertinent de confronter post-acquisition la valeur comptable du *goodwill* en date d'acquisition avec les avantages économiques réalisés durant la phase d'intégration. Il s'agit d'une des méthodes empiriques utilisées pour mesurer la création de valeur d'un regroupement d'entreprises, et par extension, en supposant que la création de valeur se mesure dans la valeur comptable du *goodwill*, pour justifier de la valeur du *goodwill* au bilan (Kaplan, 2006).

L'état de la recherche détaille les travaux académiques visant à déterminer dans quelle mesure le *goodwill* reconnu en tant qu'actif contient un surpris, tant pour le référentiel US GAAP (Olanete, 2013 ; Akbulut *et al.*, 2014 ; Li and Sloan, 2017 ; Yehuda *et al.*, 2017) que pour le référentiel IFRS (Detzen and Zulch, 2012 ; Bugeja and Loyeung, 2015). Zhang and Zhang (2017) mettent en lumière un comportement opportuniste des préparateurs des états financiers de la firme acheteuse lors de l'allocation du prix d'acquisition, afin de maximiser

²⁴¹ FAS 141R, par. B382. Pour plus de détails sur cette position des organes normalisateurs IASB et FASB, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.2.3.2. du Chapitre I.

la valeur du *goodwill* (non amortissable) et minimiser ainsi la charge d'amortissement sur les actifs incorporels acquis. Paugam *et al.* (2015) mettent en lumière l'utilité informative de l'allocation du prix d'acquisition en identifiant un niveau « anormal » de *goodwill*, perçu par les participants de marché comme un signal négatif quant à la capacité du regroupement d'entreprises à créer de la valeur. Paugam *et al.* (2015) observent également une association négative entre performance économique post-acquisition et montant anormalement élevé du *goodwill*. L'étude de Shalev (2009) laisse suggérer que les préparateurs des états financiers limitent les mentions en annexe relatives à des regroupements d'entreprises accueillis défavorablement par les investisseurs. Shalev (2009) observe également une association positive entre degré de granularité dans l'information fournie et performance économique post-acquisition des firmes acheteuses. Sur la base d'un échantillon composé de 1 109 acquisitions conclues par 297 firmes entre le 1^{er} juillet 2001 et le 31 décembre 2004, Shalev (2009) observe que le niveau d'information fournie décroît lorsque le *goodwill* présente un niveau anormalement élevé, ce qui laisse suggérer que les préparateurs des états financiers limitent les mentions en annexe lorsque celles-ci peuvent être défavorablement accueillies par les participants de marché.

D'autres travaux s'attachent à étudier la valeur informative de la méthode d'acquisition et l'utilité informative des mentions en annexe requises en IFRS et en US GAAP pour les regroupements d'entreprises. Dans certaines études, on observe une faible qualité des mentions en annexe, jugées insuffisantes en comptabilisation initiale et sur les périodes subséquentes, tant en US GAAP (Hayn and Hughes, 2006) qu'en IFRS (Amiraslani *et al.*, 2013 ; Glaum *et al.*, 2013 ; Boennen and Glaum, 2014 ; Iatridis *et al.*, 2022). En revanche, Kimbrough (2007), dans son article sur l'utilité informative de l'allocation du prix d'acquisition et des mentions en annexe requises suite à l'adoption de la norme US GAAP relative aux regroupements d'entreprises (FAS 141), observe une réduction de la part du *goodwill* et de l'IP R&D, concluant à une qualité accrue de l'information financière. En Europe, Baboukardos and Rimmel (2014) observent une association positive entre valeur informative du *goodwill* lors de l'adoption du référentiel IFRS en Grèce et les informations requises en annexe telles qu'exigées par les normes IFRS 3 et IAS 36. En revanche, des

informations en annexe moins fournies sont associées à des attentes plus faibles des investisseurs quant aux avantages économiques futurs attendus de l'acquisition d'entreprise. Ces conclusions sont corroborées par d'autres études académiques sur le référentiel IFRS (Glaum *et al.*, 2015 ; Verriest and Gaeremynck, 2015 ; Andre *et al.*, 2018). Cependant, l'utilité de l'information requise lors de tests d'*impairment* et de pertes de valeur est plus faible que l'utilité informative observée en date d'acquisition (Glaum *et al.*, 2013 ; Andre *et al.*, 2018 ; Mazzi *et al.*, 2018 ; Alshehabi *et al.*, 2021).

D'autres recherches étudient la valeur informative et la pertinence du modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* post-acquisition, en lieu et place du modèle d'amortissement. Des études empiriques antérieures à l'adoption des nouvelles dispositions comptables US GAAP (norme FAS 142) et IFRS (norme IAS 36) montrent les limites du modèle d'amortissement appliqué à des actifs complexes tels que certains actifs incorporels et le *goodwill* (Jenning *et al.*, 2001 ; Moerhrle *et al.*, 2001 ; Bens *et al.*, 2011 ; Hamberg and Beisland, 2014 ; Knauer and Wöhrmann, 2016). Certaines études concluent à une pertinence accrue du modèle d'*impairment* appliqué à l'évaluation du *goodwill* en date d'arrêté, sur les périodes subséquentes à l'acquisition, selon le référentiel américain (Chen *et al.*, 2004 ; Chambers, 2007 ; Xu *et al.*, 2011 ; Olante, 2013). AbuGhazaleh *et al.* (2011) et Ramanna and Watts (2012) observent une pertinence accrue du modèle d'*impairment*, malgré le caractère discrétionnaire de la comptabilisation de pertes de valeur (Watts, 2003 ; Muller *et al.*, 2009 ; Bens *et al.*, 2011 ; Siggelkow and Zülch, 2013), notamment lorsqu'il est allié à des mécanismes de gouvernance efficaces (Darrough *et al.*, 2014 ; Cowan *et al.*, 2023). Les résultats obtenus par Bagna *et al.* (2023) sur le référentiel IFRS semblent confirmer la valeur informative du *goodwill* avant et après test d'*impairment*, ainsi que la valeur informative des pertes de valeur reconnues. D'autres recherches, à l'inverse, mettent en évidence un comportement opportuniste des dirigeants visant à différer la comptabilisation des charges de dépréciation sur *goodwill* (Beatty and Weber, 2006 ; Carlin and Finch, 2009 ; Guthrie and Pang, 2013 ; Li and Sloan, 2017). Pour le référentiel IFRS, ce décalage entre comptabilisation de la perte de valeur et évolution du cours semble atténué par la robustesse du cadre institutionnel et réglementaire local (Verriest and Gaeremynck, 2009 ; Amiraslani *et al.*, 2013 ; Glaum *et al.*, 2015).

Enfin, d'autres recherches s'attachent à évaluer la pertinence d'une approche duale appliquée au *goodwill*, combinant à la fois le modèle d'amortissement et le modèle de dépréciation, notamment en IFRS. Ces études confirment le manque de pertinence du modèle d'amortissement systématique du *goodwill* pris individuellement, mais semblent suggérer une valeur informative accrue d'une approche duale (Hamberg *et al.*, 2011 ; Hamberg and Beisland, 2014 ; Johansson *et al.*, 2016 ; Hellman and Hjelström, 2023).

Ces études académiques font écho au projet de recherche sur les modèles comptables appliqués aux regroupements d'entreprises toujours en cours au sein du référentiel IFRS²⁴², alors que l'organe normalisateur américain a interrompu en 2022 ses activités de recherche post-adoption sur le sujet²⁴³. En effet, alors que le projet de recherche de l'IASB ne remet pas en cause la pertinence du modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* post-acquisition, il pose, sans doute pour la première fois de manière aussi appuyée, l'exigence d'une information accrue à fournir en annexe sur les périodes subséquentes à l'acquisition, et plus particulièrement durant la phase d'intégration de l'entreprise acquise. Cette information est aujourd'hui limitée. Aucune analyse visant à comparer les synergies attendues (et, en partie, payées lors de l'acquisition) et les synergies créées durant la période d'intégration n'est par exemple exigée. Cette information post-acquisition est cependant précieuse pour les investisseurs car elle permettrait de détecter les éventuelles acquisitions pour lesquelles une composante du *goodwill* ne serait qu'un surpris. Elle pourrait également limiter les comportements opportunistes visant à maximiser la valeur du *goodwill* lors de l'allocation du prix d'acquisition, dans le but de limiter les charges d'amortissement futures sur les autres actifs amortissables identifiés lors du regroupement d'entreprises et comptabilisés de manière séparée. Dans la lignée des travaux de Shalev (2009), ces exigences d'une information obligatoire en annexe plus détaillée et plus granulaire inciteraient l'équipe dirigeante à plus de discipline et d'efficacité lors de l'intégration de l'entreprise acquise, en vue de la concrétisation des synergies promises en date d'acquisition. Les dernières

²⁴² Pour une description plus détaillée des éléments en cours d'étude par l'IASB dans le cadre du projet de recherche lancé dans le prolongement de la revue post-adoption de la norme IFRS 3, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.2. du Chapitre I et à la Section 2 du Chapitre III.

²⁴³ Nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.1. du Chapitre I.

évolutions normatives, notamment pour le référentiel IFRS, vont dans ce sens. Plus de deux décennies après le projet de refonte des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, ces évolutions font écho aux suggestions formulées en 2000 par Edmund Jenkins, alors Président du FASB, visant à exiger de chaque firme acheteuse qu'elle documente les raisons l'ayant conduite à payer le prix d'acquisition, et ses attentes vis-à-vis des futures performances de l'entreprise, pour que les investisseurs soient en mesure de comparer ces perspectives lors de l'acquisition, avec la performance réelle lors de l'intégration.

2 Comptabilisation initiale du *goodwill* et avantages économiques futurs

A l'inverse de son homologue américain, l'IASB a laissé la comptabilisation des regroupements d'entreprises au programme de ses activités de recherche. Ce projet se matérialise par la publication en mars 2024 d'un exposé-sondage (ED/2024/1)²⁴⁴ en vue d'une future révision des normes IFRS 3 et IAS 36. L'exposé-sondage soumet à commentaires des parties prenantes de nouvelles dispositions relatives aux informations à fournir en annexe dans le champ d'application de la norme IFRS 3, et la conduite du test d'*impairment* tel que défini dans la norme IAS 36. Les propositions incluses dans l'exposé-sondage reprennent l'essentiel des éléments constituant le document de discussion publié par l'IASB en 2020²⁴⁵. Les retours des répondants au document de discussion DP/2020/1 insistent sur le besoin de plus d'informations quant à la performance post-acquisition des regroupements d'entreprises. Cependant, ces commentaires viennent plus particulièrement des utilisateurs des états financiers, les préparateurs relevant au contraire le caractère stratégique et confidentiel de ces informations, notamment vis-à-vis de la concurrence.

²⁴⁴ IASB/ED/2024/1 Exposure Draft, Business Combinations – Disclosures, *Goodwill and Impairment* Proposed amendments to IFRS 3 and IAS 36, disponible à l'adresse : www.ifrs.org/projects/work-plan/goodwill-and-impairment/exposure-draft-and-cl-bcdgi/#consultation.

²⁴⁵ Pour plus de détails sur le contenu de ce document de discussion (*Discussion Paper* DP/2020/1), nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.3.2. du Chapitre I.

Les propositions incluses dans l'exposé-sondage visent tout d'abord à renforcer les exigences d'information concernant la performance économique post-acquisition des regroupements d'entreprises, en faisant notamment le lien entre les objectifs ayant motivé ces acquisitions et l'atteinte de ces objectifs sur les périodes subséquentes. En réponse à certains commentaires reçus lors de la soumission du document de discussion DP/2020/1 selon lesquels cette information pourrait être incluse dans le rapport de gestion plutôt que dans les états financiers, l'IASB opte pour la seconde approche, estimant que ces informations, parce qu'elles ont trait au prix d'acquisition, inscrit, au travers de la méthode d'acquisition, dans le bilan consolidé, font partie intégrante des états financiers, en ligne avec la paragraphe 3.2 du Cadre Conceptuel IFRS et le paragraphe 9 de la norme IAS 1.

Ces nouvelles exigences incluent notamment des informations quantifiées sur les synergies attendues de ces acquisitions. Cette information quantitative doit être fournie par catégorie de synergies (synergies de revenus, synergies de coûts, synergies financières et de gestion)²⁴⁶. Afin de répondre aux inquiétudes exprimées par les préparateurs des états financiers des entreprises acheteuses, l'IASB envisage une exemption à l'application de ces nouvelles obligations, applicable dans certaines circonstances. Ces informations ne sont alors obligatoires que pour les acquisitions qualifiées de « stratégiques »²⁴⁷. L'IASB retient une approche reposant sur des seuils de matérialité – chiffre d'affaires, total du bilan, résultat opérationnel – pour évaluer le caractère stratégique d'une acquisition. Cette approche (dite approche en « liste fermée ») est similaire à l'approche définie dans la norme IFRS 8 relative à l'information sectorielle. Les propositions de l'exposé-sondage incluent également des seuils de matérialité plus qualitatifs. En revanche, l'exposé-sondage ne retient pas le *Chief Operating Decision Maker* (CODM), tel que défini dans la norme IFRS 8, pour identifier l'information à fournir, mais la notion d'équipe dirigeante (*key management personnel*) telle que définie dans la norme IAS 24 relative aux parties liées ou utilisée dans la norme IFRS 7 concernant l'information à fournir sur les instruments

²⁴⁶ Pour une présentation de chacune de ces catégories de synergies, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 1.1.2. du Chapitre I, et plus spécifiquement au Tableau 1.

²⁴⁷ Sont définies comme stratégiques les acquisitions pour lesquelles un échec (soit la non-atteinte d'un des objectifs définis en date d'acquisition) mettrait en péril la stratégie du groupe dans sa gestion du modèle d'affaires. En outre, l'exemption s'applique dans le cas où fournir cette information porte gravement préjudice à l'atteinte d'un des objectifs définis en date d'acquisition.

financiers. En outre, l'exposé-sondage ne propose pas une période spécifique (par exemple deux ou cinq ans) durant laquelle l'information relative à la performance économique post-acquisition doit être fournie. L'IASB propose que cette information soit fournie pour la période durant laquelle l'équipe dirigeante revoit et pilote ces éléments propres aux regroupements d'entreprises (soit la comparaison entre performance post-acquisition et les objectifs définis en date d'acquisition).

L'IASB a également tenu compte des commentaires reçus des répondants au document de discussion DP/2020/1 quant à l'utilisation « par défaut » du test d'*impairment* annuel sur *goodwill*, faute d'informations disponibles spécifiques à la bonne (ou mauvaise) tenue des regroupements d'entreprises en phase d'intégration. Ainsi, la comptabilisation d'une perte de valeur sur *goodwill* est interprétée par les participants de marché comme un échec de l'investissement à créer la valeur économique attendue au moment de l'acquisition, et l'absence de perte de valeur comme une confirmation du succès à l'heure d'intégrer l'entreprise acquise. Or le test de dépréciation n'est pas censé servir cet objet. Le modèle de dépréciation a pour objectif de tester la valeur recouvrable de chaque unité génératrice de trésorerie à laquelle un *goodwill* est alloué. Il n'est pas censé porter une valeur de confirmation quant au succès d'une acquisition, surtout si l'on tient compte du fait que certaines recherches mettent en évidence un retard dans la comptabilisation de ces charges de dépréciation sur *goodwill*²⁴⁸. Les nouvelles exigences en termes d'information – quantifiée – à fournir sur les objectifs et les synergies attendues devraient réorienter la manière dont les investisseurs interprètent l'information contenue dans le test de dépréciation. Afin de renforcer la pertinence de ce dernier, l'IASB propose de modifier la norme IAS 36 pour rendre obligatoire des informations additionnelles faisant le lien entre segments reportables et unités génératrices de trésorerie auxquelles un *goodwill* est alloué. Ce dernier point a pour objectif de minimiser le risque de marge de manœuvre (*shielding*)²⁴⁹ pour les unités génératrices de trésorerie dont la valeur recouvrable est supérieure à la valeur comptable des actifs acquis, *goodwill* inclus. En outre, l'organe

²⁴⁸ Pour les résultats de ces études, nous renvoyons le lecteur à l'état de la recherche présenté en Section 2 du Chapitre I.

²⁴⁹ Marge de manœuvre (également désignée en anglais comme *headroom* ou *buffer*) identifiée par exemple par Johansson *et al.* (2016).

normalisateur international reconnaît l'existence d'un biais cognitif, les équipes dirigeantes pouvant pécher par optimisme dans leurs hypothèses d'évaluation. Cette proposition devrait contribuer à minimiser ce biais (même si l'IASB précise que ce n'est pas l'objectif de la norme de pallier ce problème mais bien celui des organes de gouvernance, de contrôle et de régulation). Les autres propositions relatives au test d'*impairment* incluses dans l'exposé-sondage reprennent, pour l'essentiel, les éléments du document de discussion publié en 2020.

Ainsi, et en conclusion de l'analyse de cet exposé-sondage, l'IASB refuse la réintroduction du modèle d'amortissement pour l'évaluation du *goodwill* en date d'arrêté. En outre, la proposition d'un changement de présentation du bilan, avec la création d'une rubrique spécifique correspondant aux capitaux propres, *goodwill* exclus, est abandonnée, alors que l'exposé-sondage relatif à la présentation des états financiers maintient la proposition de présenter le *goodwill* sur une rubrique spécifique du bilan, à l'instar des modalités de présentation américaines. Enfin, l'IASB ne propose aucun changement quant à la comptabilisation des autres actifs incorporels acquis et comptabilisés séparément en application de la méthode d'acquisition.

3 Valeur de confirmation du *goodwill* : Mesures empiriques

Cette étude empirique s'inscrit au cœur des dernières évolutions normatives, afin d'évaluer l'utilité informative des propositions formulées par l'IASB dans ce nouvel exposé-sondage. Les résultats de cette analyse peuvent également se révéler éclairants pour le référentiel américain, le FASB ayant décidé de suspendre son projet de recherche sur cette thématique, tout en restant vigilant quant aux modifications normatives qui pourraient être apportées aux dispositions comptables IFRS. Les changements proposés par l'IASB en termes d'information à fournir post-acquisition sont conséquents, creusant l'écart entre les deux référentiels dans le cas où de telles exigences n'étaient pas requises outre-Atlantique. Ainsi, l'organe normalisateur américain pourrait avoir à reconsidérer sa position et réintroduire les regroupements d'entreprises à son programme de recherche, une de ses

missions étant de promouvoir la comparabilité internationale en termes de normalisation comptable²⁵⁰.

Cette étude s'inscrit également dans la continuité de l'étude développée dans le chapitre précédent. Alors qu'une association positive est observée entre valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis reconnu en tant qu'actif et valeur de la firme en date d'arrêt de l'exercice de première consolidation (Chapitre II), il s'agit à présent d'établir une association entre cette même valeur comptable et les avantages économiques futurs attendus de l'entreprise acquise, en conformité avec la définition d'un actif. Ainsi, cette deuxième étude ne porte pas sur l'évaluation du *goodwill* sur les périodes subséquentes à l'acquisition en application du modèle d'*impairment*, de nombreuses recherches ayant déjà contribué à l'état de la recherche sur cette thématique post-acquisition (par exemple Chambers, 2007 ; Li *et al.*, 2010 ; AbuGhazaleh *et al.*, 2011 ; Chalmers *et al.*, 2011 ; Chalmers *et al.*, 2012 ; Olante, 2013 ; Siggelkow and Zülch, 2013 ; Darrough *et al.*, 2014 ; Li and Sloan, 2017 ; Bagna *et al.*, 2023 ; Cowan *et al.*, 2023). Il semble pertinent de continuer à interroger la valeur du *goodwill* lors de sa comptabilisation initiale, dans la lignée de certains travaux, tels que ceux de Kaplan (2006), Hayn and Hughes (2006), Olante (2013), Akbulut *et al.* (2014), Paugam *et al.* (2015), Yehuda *et al.* (2017), Li and Sloan (2017) ou Zhang and Zhang (2017). Enfin, cette première étude empirique est conduite sur la base de variables indépendantes de stocks (positions bilantielles et cours de bourse à une date donnée). Cette nouvelle étude complète la précédente car elle repose sur des variables exprimées en flux, le *goodwill* nouvellement acquis étant considéré comme une composante d'un investissement plus large, le prix payé pour l'acquisition d'entreprise, que l'on peut associer à une variable dépendante également exprimée en flux de trésorerie (synergies payées).

²⁵⁰ Ce souci de comparabilité internationale a déjà été soulevé par le FASB lors de la révision de la norme FAS 141, notamment au regard de l'abandon de la méthode de mise en commun d'intérêts : "*The unlevel playing field that was perceived to stem from the application of the pooling and purchase methods extended internationally as well. Cross-border differences in accounting standards for business combinations and the rapidly accelerating movement of capital flows globally heightened the need for accounting standards to be comparable internationally. Promoting international comparability in accounting standards is part of the Board's mission, and many members of the Financial Accounting Standards Advisory Council (FASAC) cited the opportunity to promote greater international comparability in the standards for business combinations as a reason for adding this project to the Board's agenda. FASAC had consistently ranked a possible project on business combinations as a high priority for a number of years.*" FAS 141R, par. C11.

3.1 Approche méthodologique : modèles empiriques et sélection des données

L'approche méthodologique s'inscrit dans les éléments de recherche développés par Su and Wells (2015) pour le marché australien²⁵¹ en les appliquant à un échantillon de firmes publiant une information financière en conformité avec le référentiel américain ou le référentiel international. Su and Wells (2015) testent la valeur informative des actifs incorporels acquis, la valeur du *goodwill* servant dans leur modèle comme variable indépendante de contrôle. Su and Wells (2015) n'observent pas d'association entre valeur comptable des actifs incorporels acquis dans le cadre d'un regroupement d'entreprises et performance économique post-acquisition, alors qu'une telle association est observée pour le *goodwill*. Ces actifs incorporels, *goodwill* inclus, sont mesurés en date d'acquisition. Il s'agit donc d'analyser l'association entre la dépense d'investissement que représente le regroupement d'entreprises (soit la juste valeur du prix d'acquisition alloué sur les différents actifs acquis et passifs assumés, *goodwill* inclus) et les flux économiques additionnels générés lors de l'intégration de l'entreprise acquise. Ces derniers peuvent être exprimés soit à partir du compte de résultat, sur la base de l'excédent brut d'exploitation (EBITDA dans sa terminologie anglo-saxonne, correspondant au résultat opérationnel, charges d'amortissement exclues) en ligne avec la pratique académique (Healy *et al.*, 1992), soit à partir du tableau de financement, sur la base des flux de trésorerie provenant du cycle d'exploitation (*Cash Flows from Operations* ou CFO, dans sa terminologie anglo-saxonne). Su and Wells (2015) mesurent la performance post-acquisition sur la base de l'EBITDA, utilisant le CFO comme mesure alternative. Su and Wells (2015) estiment que ce dernier est plus volatil que l'EBITDA. Les résultats des tests de sensibilité reposant sur cette mesure de flux de trésorerie n'étant pas concluants (aucune association n'est observée), ils n'ont pas été inclus à leur étude. Ball and Nikolaev (2022) suggèrent également que les mesures de résultat fournissent une meilleure information que les flux

²⁵¹ La méthodologie suivie et les résultats obtenus de cette recherche sont décrits au paragraphe 2.1.2. du Chapitre I.

de trésorerie opérationnels, confirmant ainsi l’opinion exprimée par l’organe normalisateur américain dans le Cadre Conceptuel de 1978²⁵².

La valeur du regroupement d’entreprises peut se scinder en deux variables : la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis et les autres éléments résultant de l’allocation du prix d’acquisition. Ces autres éléments constituent principalement les autres actifs incorporels identifiables et comptabilisés de manière séparée, notamment en tenant compte du poids croissant de ces actifs dans les regroupements d’entreprises (Li and Sloan, 2017 ; Foray, 2018)²⁵³. Alors que la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis est supposé contenir les avantages économiques futurs attendus des synergies post-acquisition, la valeur comptable des autres actifs incorporels acquis doit justifier d’autres avantages économiques futurs liés à leur utilisation²⁵⁴, mais également une part des synergies réalisées dans le cadre de cette même utilisation, en phase d’intégration. A la différence de Su and Wells (2015), le *goodwill* n’est pas considéré dans cette étude comme variable de contrôle. En revanche, des mesures de résultat d’une part (tel que le chiffre d’affaires), et de trésorerie d’autre part (tels que les investissements en immobilisations corporelles, hors regroupements d’entreprises, en ligne avec Burger and Wen, 2021) sont utilisées comme variables de contrôle. Une association positive entre chiffre d’affaires et EBITDA est en effet attendue, cette variable devant également capturer les synergies de revenus attendues du regroupement d’entreprises. De même, les investissements en immobilisations corporelles doivent se justifier par une augmentation des avantages économiques futurs.

Le *goodwill* nouvellement acquis est supposé contenir les synergies payées devant se réaliser en phase d’intégration. Ces dernières, de formes différentes, peuvent se traduire par une augmentation du chiffre d’affaires (synergies de revenus permises par des gains en

²⁵² “The primary focus of financial reporting is information about earnings and its components. Information about enterprise earnings based on accrual accounting generally provides a better indication of an enterprise’s present and continuing ability to generate favorable cash flows than information limited to the financial effects of cash receipts and payments”. FASB Statement of Concepts No. 1 (“CON 1”).

²⁵³ Sur le poids croissant des actifs incorporels dans les regroupements d’entreprises et la typologie des opérations de fusions-acquisitions depuis 2000, nous renvoyons le lecteur au paragraphe 2.3. de l’introduction générale à cette thèse.

²⁵⁴ Toute dépense d’investissement se justifie si elle représente un investissement à valeur actuelle positive (les flux de trésorerie attendus de l’utilisation de l’investissement, actualisés au coût du capital, sont supérieurs à la valeur de l’investissement en date d’acquisition).

parts de marché ou des positions de marché dominantes) ou une optimisation des coûts (synergies de coûts permises par des économies d'échelle, un pouvoir de négociation accru auprès des fournisseurs, ou une taille devenue critique). Synergies de coûts et synergies de revenus sont capturées dans un indicateur de performance économique tel que l'EBITDA. Cependant l'EBITDA, mesure économique provenant du compte de résultat, ne capture pas l'effet d'éventuelles synergies financières et de gestion réduisant les besoins en fonds de roulement et l'optimisation du cycle de conversion en liquidités (*cash conversion cycle*). Mesurer les avantages économiques additionnels post-acquisition sur la base des flux de trésorerie opérationnels (CFO) permet de capturer l'effet de ces synergies financières. A la différence de Su and Wells (2015), cette étude est développée tant sur la base de l'EBITDA que sur le CFO comme variables dépendantes pour mesurer les avantages économiques futurs attendus du regroupement d'entreprises.

Une attention particulière est portée aux coûts nécessaires à la réalisation de ces synergies. En effet, l'intégration de l'entreprise acquise suppose souvent une réorganisation des activités du groupe, ainsi qu'une restructuration autour des procédés les plus efficaces. Le premier niveau de synergies réalisables à court terme et dont la probabilité de réalisation est élevée est en effet la suppression de fonctions dupliquées et la réorganisation du groupe autour des fonctions les plus agiles et efficaces (Chatterjee, 1992 ; Barkema and Schijven, 2008 ; Dessaint *et al.*, 2017). L'annonce d'un regroupement d'entreprises est par conséquent généralement suivie d'un plan de restructuration (Brown and Medoff, 1988 ; O' Shaughnessy and Flanagan, 1998 ; Conyon *et al.*, 2001 ; Conyon *et al.*, 2002 ; Lehto and Böckerman, 2008 ; Kim *et al.*, 2011 ; Kuvandikov *et al.*, 2014).

Les obligations nées ou à naître de ces plans de restructuration ont fait l'objet de discussions durant les délibérations relatives aux normes applicables aux regroupements d'entreprises, et ce, des deux côtés de l'Atlantique. En effet, le traitement comptable des coûts de restructuration liés à l'entreprise acquise constitue une différence entre le référentiel américain et le référentiel international avant la révision des normes FAS 141 et IFRS 3 en 2007 et 2008²⁵⁵. La norme FAS 141, dans sa version originale, reprend les

²⁵⁵ Ce point est développé au paragraphe 1.2.3.3. du Chapitre I.

dispositions comptables en conformité avec EITF Issue No. 95-3 permettant la comptabilisation contre le *goodwill* des provisions relatives aux restructurations et aux coûts d'intégration liés à l'entreprise acquise si certaines conditions sont remplies. EITF Issue No. 95-3 fait d'ailleurs implicitement référence au premier niveau de synergies réalisables correspondant à l'élimination des fonctions dupliquées²⁵⁶. Les conditions stipulées par EITF Issue No. 95-3 sont les suivantes : 1) au moment de l'acquisition, l'équipe dirigeante commence à évaluer et formuler un plan de restructuration ; 2) dans les plus brefs délais suivant la date d'acquisition, l'équipe dirigeante finalise son évaluation quant aux activités de l'entreprise acquise devant être restructurées, approuve et engage le plan de restructuration. Cette finalisation ne peut intervenir au-delà d'une année à compter de la date d'acquisition ; 3) le plan est formulé à un niveau de détails permettant d'identifier toutes les actions nécessaires à la mise en œuvre du plan, incluant la date de fin d'exécution du plan ; 4) ces actions interviennent peu de temps après la finalisation du plan de restructuration des activités de l'entreprise acquise. Ces dispositions comptables ont été annulées et remplacées par la version révisée de la norme FAS 141, selon laquelle toute obligation née d'un plan de restructuration non annoncé ou en cours d'exécution au sein de l'entreprise-cible préalablement à son acquisition est une transaction post-acquisition à reconnaître en charges en période subséquente à la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, alignant ainsi les dispositions US GAAP avec les dispositions IFRS existantes. En effet, déjà dans sa version originale, la norme IFRS 3 ne permet pas la comptabilisation lors de l'allocation du prix d'acquisition d'un passif assumé au titre de futurs plans de restructuration. Pour l'organe normalisateur international, ces plans ne constituent pas des obligations portées par l'entreprise acquise au moment de l'acquisition. En outre, même si l'entreprise acheteuse tient compte de ces coûts de restructuration à l'heure de déterminer le prix à payer pour le regroupement d'entreprises, ces derniers ne sont pas payés aux actionnaires vendeurs mais bien aux employés affectés par les futures

²⁵⁶ EITF Issue No. 95-3 présente le cas d'une entreprise A achetant une entreprise B. En lien avec cette acquisition, l'entreprise A encourt des activités de réorganisation, tant dans le périmètre existant, que dans l'entreprise nouvellement acquise. L'entreprise A prévoit d'encourir des coûts d'intégration, tels que des charges de formation des employés de l'entreprise B, des coûts de relocalisation du personnel des deux entités, une remise à niveau et une intégration des systèmes d'information de l'entreprise B, la restructuration de certaines fonctions, des indemnités de licenciement et autres coûts liés au personnel engagé dans des fonctions désormais dupliquées.

restructurations, en cas de plans de licenciements. Par conséquent, les obligations y afférentes ne peuvent être incluses dans l'allocation du prix d'acquisition.

L'exemple théorique qui suit résume, sur un cas théorique simplifié, l'impact sur la présentation des états financiers des dispositions comptables des normes FAS 141 et IFRS 3, dans leur version originale, appliquées aux plans de restructuration liés à un regroupement d'entreprises.

Faits		
Synergies attendues (payées)	66	
Coûts de restructuration nécessaires à la réalisation de ces synergies	(15)	
Prix négocié (et payé) par l'acheteur	51	
En application de la norme FAS 141 dans sa version originale		
Les dispositions relatives à EITF Issue No. 95-3 s'appliquent et une provision est comptabilisée contre la valeur du <i>goodwill</i> en date d'acquisition :		
<i>Goodwill</i>	66	(représentant les synergies attendues)
Provision	(15)	
Prix payé	51	
En conditions idéales de <i>reporting</i> , les synergies attendues sont toutes réalisées lors de l'intégration de l'entreprise acquise. Théoriquement, la valeur du <i>goodwill</i> devrait disparaître par la comptabilisation d'une charge de dépréciation. L'impact sur l'EBITDA et sur les flux de trésorerie opérationnels est présenté ci-dessous :		
Résultat net	66-66	- (réalisation des synergies mais « consommation » du <i>goodwill</i>)
Eléments non		
Monétaires	<u>66</u>	(dépréciation du <i>goodwill</i>)
EBITDA	66	
Variation du BFR	(15)	(paiement des coûts de restructuration)
CFO	51	Equivalent au prix payé
En application de la norme IFRS 3 et de la norme FAS 141 dans sa version révisée		
Une provision est comptabilisée post-acquisition en charge de l'exercice, et non contre le <i>goodwill</i> .		
<i>Goodwill</i>	51	(représentant les synergies attendues nettes des coûts de restructuration)
Provision	-	
Prix payé	51	
L'impact sur l'EBITDA et sur les flux de trésorerie opérationnels en période subséquente à l'acquisition est présenté ci-dessous :		
Résultat net	66-51-15	- (réalisation des synergies, « consommation » du <i>goodwill</i> et comptabilisation des charges de restructuration)
Eléments non		
Monétaires	<u>51</u>	(dépréciation du <i>goodwill</i>)
EBITDA	51	
Variation du BFR	-	(coûts de restructuration payés et inclus dans l'EBITDA)
CFO	51	Equivalent au prix payé

En conclusion, la seule différence mise en lumière au travers de cet exemple théorique est la « dégradation » en termes de profitabilité économique de l'EBITDA, grevé par les charges de restructuration comptabilisées en période post-acquisition. Il est tenu compte de cette différence en exprimant l'EBITDA avant charges de restructuration.

Un plan de restructuration génère donc des flux de trésorerie, négatifs lors de son lancement, puis positifs par les synergies de couts qu'il doit générer à moyen terme. A l'instar d'une décision d'investissement, une analyse en termes de flux de trésorerie peut donc également s'appliquer à toute décision de restructuration. Un plan de restructuration est lancé si les économies attendues (notamment en termes de masse salariale) sont supérieures au cout du plan (indemnités de licenciement, couts de fermeture de sites). En incluant les couts de restructuration dans cette étude empirique, une approche originale à l'état de la recherche est apportée, en cherchant à mesurer l'information contenue dans la valeur comptable du regroupement d'entreprises, *goodwill* inclus, lorsque ce dernier s'accompagne, ou est suivi, d'un plan de restructuration.

Cette étude empirique utilise une analyse de régression à plusieurs variables, exprimée selon les modèles suivants :

Modèle (1), décliné comme suit :

Modèle (1a)

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^5 \text{incEBITDA}_{it} \\ = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEWGW}_{it} + \alpha_2 \text{OtherPPA}_{it} + \alpha_3 \text{CAPEX}_{it} \\ + \alpha_4 \sum_{t=1}^5 \text{incSALES}_{it} + \alpha_5 \sum_{t=1}^5 \text{REST}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Modèle (1b)

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^{10} \text{incEBITDA}_{it} \\ = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEWGW}_{it} + \alpha_2 \text{OtherPPA}_{it} + \alpha_3 \text{CAPEX}_{it} \\ + \alpha_4 \sum_{t=1}^{10} \text{incSALES}_{it} + \alpha_5 \sum_{t=1}^5 \text{REST}_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Modèle (2), décliné comme suit :

Modèle (2a)

$$\sum_{t=1}^5 \text{incCFO}_{it} = a_0 + a_1 \text{NEWGW}_{it} + a_2 \text{OtherPPA}_{it} + a_3 \text{CAPEX}_{it} + a_4 \sum_{t=1}^5 \text{incSALES}_{it} + a_5 \sum_{t=1}^5 \text{REST}_{it} + \varepsilon_i$$

Modèle (2b)

$$\sum_{t=1}^{10} \text{incCFO}_{it} = a_0 + a_1 \text{NEWGW}_{it} + a_2 \text{OtherPPA}_{it} + a_3 \text{CAPEX}_{it} + a_4 \sum_{t=1}^{10} \text{incSALES}_{it} + a_5 \sum_{t=1}^5 \text{REST}_{it} + \varepsilon_i$$

Où, pour chaque observation i :

- « IncEBITDA » (*Incremental EBITDA*) est la variable dépendante du Modèle (1), soit la somme des augmentations annuelles de l'EBITDA, mesurées à compter de l'exercice suivant l'acquisition (l'exercice t étant l'exercice sur lequel l'acquisition d'entreprise est initialement comptabilisée), d'abord sur un horizon de 5 ans (Modèle (1a)), puis sur un horizon de 10 ans (Modèle (1b)). L'EBITDA exclut les charges de restructuration et autres coûts d'intégration ;
- « IncCFO » (*Incremental Cash Flows from Operations*) est la variable dépendante du Modèle (2), soit la somme des augmentations annuelles des flux de trésorerie opérationnels, mesurées à compter de l'exercice suivant l'acquisition (l'exercice t étant l'exercice sur lequel l'acquisition d'entreprise est initialement comptabilisée), d'abord sur un horizon de 5 ans (Modèle (2a)), puis sur un horizon de 10 ans (Modèle (2b)) ;

- « NEWGW » (*New Goodwill*) est la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis, soit le *goodwill* comptabilisé sur les regroupements d'entreprises reconnus sur l'exercice t ;
- « OtherPPA » (*Other Purchase Price Allocation*) est la valeur du prix d'acquisition, telle que collectée pour chaque observation depuis la base de données FactSet (Paramètre « Transaction Value MM » du module M&A de la base de données), déduction faite du *goodwill* nouvellement acquis (« NEWGW »). Cette variable est le montant total des actifs nets acquis identifiables et comptabilisés séparément en application de l'allocation du prix d'acquisition ;
- « CAPEX » (*Capital Expenditures*) correspond aux acquisitions d'immobilisations corporelles (nettes d'éventuelles cessions), telles que reportées sur le tableau de financement pour l'exercice t ;
- « IncSALES » (*Incremental Sales*) est la somme des augmentations annuelles du chiffre d'affaires, mesurées à compter de l'exercice suivant l'acquisition. Tout comme pour « IncEBITDA » et « IncCFO », l'exercice t est l'exercice sur lequel l'acquisition d'entreprise est initialement comptabilisée ;
- « REST » (*Restructuring*) est la somme des charges de restructuration et autres coûts d'intégration, mesurés à compter de l'exercice suivant l'acquisition. Tout comme pour « IncEBITDA », « IncCFO » et « IncSALES » l'exercice t est l'exercice sur lequel l'acquisition d'entreprise est initialement comptabilisée.

« NEWGW », « OtherPPA », « CAPEX », « IncSALES » et « REST » sont toutes des variables indépendantes. « IncSALES » et « CAPEX » sont considérées comme variables de contrôle. Une association positive entre le chiffre d'affaires et l'EBITDA est attendue. La variable « IncSALES » doit également capturer les synergies de revenus. De plus, les investissements en immobilisations corporelles doivent se justifier par une augmentation des avantages économiques futurs. Une association positive entre l'EBITDA, les flux de

trésorerie opérationnels et la variable « CAPEX » est donc attendue, en ligne avec les travaux de Ji and Lu (2014).

Des éléments de normalisation comptable et de finance d'entreprise justifient l'horizon temporel de 5 ans appliqué au Modèle (1a) et au Modèle (2a). En effet, la norme IAS 36 stipule que les estimations de flux de trésorerie futurs utilisées dans le test de dépréciation pour déterminer la valeur d'utilité doit reposer sur des données prévisionnelles et budgétaires couvrant une période maximale de cinq ans²⁵⁷. En outre, l'état de la recherche en finance d'entreprise suggère qu'après une période de cinq ans, il est peu probable que des synergies additionnelles se matérialisent si l'intégration n'a pas été faite de manière réussie dans les premières années de consolidation (Fernandes, 2014 ; Quiry and Le Fur, 2017). Il faut cependant noter que l'horizon temporel de cinq ans tel qu'utilisé dans le Modèle (1a) et le Modèle (2a) est considéré comme relativement court pour le retour sur investissement d'immobilisations corporelles. C'est probablement la raison pour laquelle les travaux de Su and Wells (2015), qui mesurent la performance post-acquisition sur une période relativement courte (3 ans), ne mettent pas en évidence d'association positive entre valeur comptable des actifs incorporels acquis (*goodwill* exclus) et la performance économique post-acquisition. En revanche, l'association positive observée pour le *goodwill* par Su and Wells (2015) tend à confirmer les éléments de recherche académique suggérant qu'une intégration réussie, créatrice de valeur, doit permettre la réalisation de synergies peu de temps après l'acquisition. L'analyse de régression est donc dupliquée sur un horizon temporel de dix ans dans le Modèle (1b) et le Modèle (2b), afin de tester sur une période plus longue l'association entre valeur comptable des actifs acquis autres que *goodwill* et la performance économique post-acquisition.

L'échantillon nécessaire à cette étude est construit à partir de l'échantillon de l'étude précédente par collective massive de données à partir de la base de données DataStream.

²⁵⁷ IAS 36, par. 35. La norme précise dans ce même paragraphe que, même si dans certaines circonstances, un horizon temporel plus étendu peut se justifier, les exceptions à cette durée maximale devraient être rares. Dans son exposé-sondage, l'IASB n'a pas remis en cause les dispositions du paragraphe 35 de la norme IAS 36.

Table I – Sélection de l'échantillon

	Nombre d'observations
Première sélection – Base de données Datastream	63,690
Excluant firmes dont les titres ne sont pas négociés sur un marché actif de capitaux (échanges de gré à gré – <i>Over the Counter markets</i> dans Datastream)	(14,775)
Firmes cotées – Base de données Datastream	48,915
Excluant firmes pour lesquelles NEWGW est négatif ou nul	(24,983)
Excluant firmes pour lesquelles PRICE est inférieur à 0.01	(30)
Excluant firmes pour lesquelles PRICE est supérieur à 100,000	(40)
Excluant firmes pour lesquelles le nombre d'actions est inférieur à 0.5	(354)
Deuxième sélection – Base de données Datastream	23,508
Excluant firmes dont la date d'arrêté annuel est différente du 31 décembre	(3,908)
Troisième sélection – Firmes dont la date d'arrêté annuel est le 31 décembre	19,600
Excluant firmes pour lesquelles le paramètre FactSet « MM Transaction value » est inférieur au paramètre FactSet « Net assets from acquisitions »	(11,014)
Excluant firmes pour lesquelles la différence entre « MM Transaction value » et « New Goodwill » est négative	(5,589)
Echantillon final	2,997
Dont firmes reportant selon le référentiel IFRS	1,047
Dont firmes reportant selon le référentiel US GAAP	1,950

La première sélection est de 63 690 observations, identique à la première sélection de l'étude empirique précédente (Table 1a). La seconde sélection est de 23 508 observations, supérieure de 681 observations à la sélection finale de l'échantillon de masse de la première étude empirique, étant donné que ce nouvel échantillon n'élimine pas les données relatives aux écarts d'acquisition reconnus sur des exercices antérieurs.

Le prix payé pour les regroupements d'entreprises conclus sur un exercice donné est obtenu à partir du module M&A de la base de données FactSet et correspond pour chaque acquisition au paramètre *MM Transaction Value*. Afin d'éviter un éventuel décalage entre exercice fiscal et année civile, l'échantillon ne retient que les firmes dont l'exercice annuel est clos au 31 décembre. La fiabilité de la variable *MM Transaction Value* est assurée en comparant cette variable à la donnée de flux de trésorerie définie dans FactSet en tant que *Net Asset paid from acquisition*. Cette donnée correspond au montant payé pour les acquisitions d'entreprises, net de la trésorerie et les équivalents de trésorerie acquise, tel que reporté dans le tableau de flux de trésorerie. Il s'agit ici du montant payé en liquidités lors de l'acquisition, alors que la donnée *MM Transaction Value* correspond à la valeur totale du regroupement d'entreprises (incluant la part du prix dénoué en actions). Cette

valeur doit donc être supérieure au montant reporté dans le tableau de financement. Les observations pour lesquelles la valeur totale de la transaction est inférieure au montant payé en liquidités sur un exercice donnée sont éliminées.

Enfin, la variable indépendante « OtherPPA » correspond aux éléments de l'allocation du prix d'acquisition comptabilisés séparément du *goodwill*. L'objectif est ici de tester la valeur informative des actifs incorporels acquis, *goodwill* exclus. Par conséquent, ne sont retenues dans cet échantillon que les observations pour lesquelles la variable indépendante « OtherPPA » est positive. L'échantillon final se compose donc de 2 997 observations, dont 1 047 observations pour des firmes reportant selon le référentiel IFRS et 1 950 firmes reportant une information financière en conformité avec le référentiel comptable américain.

3.2 Résultats empiriques

Ce paragraphe présente les résultats empiriques obtenus sur l'échantillon final (Table I) pour chacun des modèles, soit le Modèle (1) pour lequel la performance économique post-acquisition est mesurée à partir de l'EBITDA (sur une période courte de cinq ans et une période longue de dix ans, respectivement, pour le Modèle (1a) et le Modèle (1b)), puis le Modèle (2) pour lequel la performance économique post-acquisition est mesurée à partir du CFO (sur une période courte de cinq ans pour le Modèle (2a) et une période longue de dix ans pour le Modèle (2b)).

Cet échantillon se compose de 2 997 observations collectées sur la décennie s'étalant de l'année 2005 à l'année 2015. Chaque observation correspond, pour une firme acheteuse et une année donnée, aux acquisitions conclues sur cet exercice et pour lesquelles la firme reporte un *goodwill* nouvellement acquis (variable indépendante « NEWGW »). Est collectée, à partir de la base de données FactSet, pour chaque observation, la valeur totale du prix des acquisitions conclues sur l'exercice d'acquisition (paramètre *MM Transaction Value* dans FactSet). La valeur des autres actifs acquis, *goodwill* exclus est calculée par différence. Est également collecté, à partir de la base de données FactSet, pour chaque observation, le montant payé, sur le même exercice, pour l'achat d'immobilisations corporelles (paramètre *Capital Expenditures*).

La performance économique post-acquisition (variables « IncEBITDA » et « IncCFO ») est mesurée en variation, à compter de l'année d'acquisition (soit $t_1 - t_0$, t_0 désignant l'année d'acquisition). La même approche est appliquée à la variable de contrôle « IncSALES ». L'EBITDA est mesuré avant charges de restructuration et coûts d'intégration.

3.2.1 Analyses statistiques

La Table II résume les statistiques descriptives observées sur l'échantillon en fonction du Modèle (1), décliné en Modèle (1a) et Modèle (1b) en fonction de l'horizon temporel, et du Modèle (2), décliné en Modèle (2a) et Modèle (2b).

Table II – Statistiques descriptives

Modèle (1a)	N	Moyenne	Dev. Std	Min	Max
Incremental EBITDA	1,961	0.9	12.1	-318.0	166.1
New Goodwill	2,983	3.5	32.3	0.0	1,530.4
Other PPA	2,983	4.8	28.0	0.0	923.0
CAPEX	2,980	2.3	18.5	0.0	704.8
Restructuring	2,260	1.0	9.5	-25.6	434.0
Incremental SALES	2,430	-10.4	1,148.7	-55,167.8	11,587.0

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action.

Modèle (1b)	N	Moyenne	Dev. Std	Min	Max
Incremental EBITDA	1,407	2.4	19.1	-382.8	235.9
New Goodwill	2,983	3.5	32.3	0.0	1,530.4
Other PPA	2,983	4.8	28.0	0.0	923.0
CAPEX	2,980	2.3	18.5	0.0	704.8
Restructuring	2,260	1.0	9.5	-25.6	434.0
Incremental Sales	1,824	-30.0	1,660.3	-70,478.8	990.5

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action.

Modèle (2a)	N	Moyenne	Dev. Std	Min	Max
Incremental CFO	2,421	-5.0	245.4	-11,926.0	531.6
New Goodwill	2,983	3.5	32.3	0.0	1,530.4
Other PPA	2,983	4.8	28.0	0.0	923.0
CAPEX	2,980	2.3	18.5	0.0	704.8
Restructuring	2,260	1.0	9.5	-25.6	434.0
Incremental Sales	2,430	-10.4	1,148.7	-55,167.8	11,587.0

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action.

Modèle (2b)	N	Moyenne	Dev. Std	Min	Max
Incremental CFO	1,794	-8.2	384.5	-16,178.5	286.2
New Goodwill	2,983	3.5	32.3	0.0	1,530.4
Other PPA	2,983	4.8	28.0	0.0	923.0
CAPEX	2,980	2.3	18.5	0.0	704.8
Restructuring	2,260	1.0	9.5	-25.6	434.0
Incremental Sales	1,824	-30.0	1,660.3	-70,478.8	990.5

Les montants sont exprimés en dollars U.S. par action.

La valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis, tel que reconnu sur l'année d'acquisition, s'élève en moyenne à 3.5 dollars U.S. par action, contre 4.8 dollars U.S. pour les autres actifs acquis. Sur l'exercice de comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, les dépenses d'investissement en immobilisations corporelles hors regroupements d'entreprises s'élèvent en moyenne à 2.3 dollars U.S. par action. La somme des charges de restructuration et autres coûts d'intégration reconnus sur la période post-acquisition s'établit à 1.0 dollars U.S. par action. Les variables dépendantes du Modèle (1) et du Modèle (2) varient en fonction de l'horizon temporel. Concernant l'EBITDA, la moyenne s'établit à 0.9 dollars U.S. par action sur une période de cinq ans et à 2.4 dollars U.S. par action sur une période de dix ans, la variation étant donc positive. La variation exprimée en flux de trésorerie opérationnels est pour sa part négative. Elle est en moyenne négative à hauteur de 5.0 dollars U.S. par action sur une période de cinq ans, et négative à 8.2 dollars U.S. par action sur une période de dix ans. La variation du chiffre d'affaires est en moyenne négative à 10.4 dollars U.S. par action sur une période de cinq ans et négative à 30.0 dollars U.S. sur une période de dix ans.

La Table III fournit la matrice de corrélation de Pearson entre variables pour chacun des modèles (Modèle (1) et Modèle (2)) et chacune des périodes (5 ans et 10 ans).

Table III –Matrices de corrélation

Modèle (1a)	Incremental EBITDA	New Goodwill	Other PPA	CAPEX	Restructuring	Incremental Sales
Incremental EBITDA	1.00					
New Goodwill	-0.38 ^a	1.00				
Other PPA	-0.06 ^a	0.53 ^a	1.00			
CAPEX	-0.54 ^a	0.35 ^a	0.22 ^a	1.00		
Restructuring	-0.59 ^a	0.61 ^a	0.13 ^a	0.36 ^a	1.00	
Incremental Sales	0.80 ^a	-0.34 ^a	0.23 ^a	-0.40 ^a	-0.65 ^a	1.00

(a) Indique des niveaux de significativité à 1% ; (b) indique des niveaux de significativité à 5% ; (c) indique des niveaux de significativité à 10% ; (d) statistiquement non significatif

Modèle (1b)	Incremental EBITDA	New Goodwill	Other PPA	CAPEX	Restructuring	Incremental Sales
Incremental EBITDA	1.00					
New Goodwill	-0.42 ^d	1.00				
Other PPA	-0.06 ^a	0.34 ^a	1.00			
CAPEX	-0.51 ^a	0.36 ^a	0.19 ^a	1.00		
Restructuring	-0.52 ^a	0.71 ^a	0.17 ^a	0.37 ^a	1.00	
Incremental Sales	0.85 ^a	-0.48 ^a	0.07 ^a	-0.44 ^a	-0.63 ^a	1.00

(a) Indique des niveaux de significativité à 1% ; (b) indique des niveaux de significativité à 5% ; (c) indique des niveaux de significativité à 10% ; (d) statistiquement non significatif

Modèle (2a)	Incremental CFO	New Goodwill	Other PPA	CAPEX	Restructuring	Incremental Sales
Incremental CFO	1.00					
New Goodwill	-0.19 ^a	1.00				
Other PPA	-0.16 ^a	0.51 ^a	1.00			
CAPEX	-0.36 ^a	0.35 ^a	0.23 ^a	1.00		
Restructuring	-0.34 ^b	0.60 ^b	0.13 ^b	0.36 ^b	1.00	
Incremental Sales	0.62 ^a	-0.30 ^a	0.17 ^a	-0.39 ^a	-0.59 ^a	1.00

(a) Indique des niveaux de significativité à 1% ; (b) indique des niveaux de significativité à 5% ; (c) indique des niveaux de significativité à 10% ; (d) statistiquement non significatif

Modèle (2b)	Incremental CFO	New Goodwill	Other PPA	CAPEX	Restructuring	Incremental Sales
Incremental CFO	1.00					
New Goodwill	0.01 ^a	1.00				
Other PPA	-0.09 ^a	0.31 ^a	1.00			
CAPEX	-0.27 ^a	0.35 ^a	0.20 ^a	1.00		
Restructuring	0.01 ^a	0.69 ^a	0.16 ^a	0.37 ^a	1.00	
Incremental Sales	0.62 ^a	-0.39 ^a	0.05 ^a	-0.40 ^a	-0.56 ^a	1.00

(a) Indique des niveaux de significativité à 1% ; (b) indique des niveaux de significativité à 5% ; (c) indique des niveaux de significativité à 10% ; (d) statistiquement non significatif

La variable « Incremental Sales » présente comme attendu une corrélation positive significative avec les variables de performance économique (« Incremental EBITDA » et « Incremental CFO »). La variable « Restructuring » montre une corrélation négative

significative sur les variables de résultat notamment quand ces dernières sont mesurées à court terme (5 ans). La corrélation est positive et significative entre cette variable et le *goodwill* nouvellement acquis, en ligne avec les recherches existantes qui mettent en évidence la propension à lancer des plans de restructuration et autres mesures de réorganisation en phase d'intégration de regroupements d'entreprises.

3.2.2 Résultats des Modèles (1a) et (1b) et des Modèles (2a) et (2b)

Table IV – Résultats de l'analyse de régression – Echantillon COMPLET

Variables	EBITDA comme mesure de la performance post-acquisition		CFO comme mesure de la performance post-acquisition	
	Modèle (1a) (5 ans)	Modèle (1b) (10 ans)	Modèle (2a) (5 ans)	Modèle (2b) (10 ans)
Constante	1.39 (2.94)	2.02 (2.51)	(0.24) (0.34)	(1.51) (1.63)
New Goodwill	0.11 *** (5.96)	0.04 **** (1.02)	0.31 *** (10.69)	0.26 *** (6.40)
Other PPA	-0.12 *** (-14.99)	-0.13 *** (-6.62)	-0.25 *** (-20.90)	-0.30 *** (-14.82)
CAPEX	-0.21 *** (-14.77)	-0.23 *** (-10.42)	-0.08 *** (-3.70)	-0.11 *** (-4.32)
Restructuring	-0.06 *** (-2.78)	0.10 *** (2.73)	0.07 ** (1.98)	0.83 *** (20.70)
Incremental Sales	0.17 *** (42.62)	0.18 *** (43.80)	0.19 *** (36.60)	0.18 *** (47.78)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	358.1 ***	299.2 ***	148.0 ***	194.2 ***
Adjusted R ²	73.2%	74.8%	49.5%	62.0%
N	1,960	1,407	2,251	1,657

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

**** Statistically not significant

Year and industry fixed effects included but not reported.

Pour le Modèle (1), la performance économique post-acquisition est mesurée sur la base de données de résultat (variation de l'EBITDA en tant que variable dépendante et variation du chiffre d'affaires en tant que variable indépendante de contrôle), déterminées sur une durée de cinq ans (Modèle (1a)) et sur une durée de dix ans (Modèle (1b)). Le Modèle (1) teste l'association entre valeur comptable des éléments reconnus en application de la méthode d'acquisition, *goodwill* inclus, et la performance économique post-acquisition sur la base de l'EBITDA en excluant les charges de restructuration et autres coûts

d'intégration. Pour le Modèle (2), la performance économique post-acquisition est mesurée sur la base des flux de trésorerie d'exploitation (CFO), cette mesure étant déterminée sur une durée de cinq ans (Modèle (2a)) et sur une durée de dix ans (Modèle (2b)). Les flux de trésorerie opérationnels incluent l'éventuel paiement de charges de restructuration et autres coûts d'intégration.

Les deux modèles sont statistiquement significatifs avec un R^2 ajusté de 73.2% pour le Modèle (1) et 49.5% pour le Modèle (2), lorsque la performance économique est mesurée sur une période post-acquisition de cinq ans. Le R^2 ajusté s'établit respectivement à 74.8% et 62.0% pour le Modèle (1) et le Modèle (2) lorsque la période post-acquisition est de dix ans. Un R^2 ajusté moins élevé lorsque la performance économique est mesurée sur la base des flux de trésorerie opérationnels semble confirmer les conclusions de Su and Wells (2015) quant à une volatilité accrue des flux de trésorerie opérationnels en comparaison de l'EBITDA. Cela peut également confirmer les conclusions de Ball and Nikolaev (2022) quant à la supériorité informative des mesures de résultat en regard aux données de flux de trésorerie, confirmant ainsi l'opinion exprimée par l'organe normalisateur américain dans le Cadre Conceptuel de 1978.

Les coefficients pour la variable indépendante de contrôle sur flux de résultat (variable « IncSALES ») sont positifs et statistiquement significatifs à 1% sur les deux modèles et sur les deux périodes. En revanche, les coefficients pour la variable indépendante sur flux bilantiels (variable « CAPEX ») sont négatifs et statistiquement significatifs à 1% sur les deux modèles et sur les deux périodes. Ce résultat n'est pas surprenant sur une période courte (Modèle (1a) et Modèle (2a)), la durée d'utilisation des immobilisations corporelles étant généralement plus élevée que cinq ans. L'association reste cependant négative sur un horizon relativement long (10 ans), laissant suggérer que les avantages économiques sont générés sur une période d'utilisation plus longue que les périodes d'amortissement communément acceptées pour certaines catégories d'immobilisations corporelles, telles que les machines et les équipements.

Excepté pour le Modèle (1b), une association positive statistiquement significative à 1% entre le *goodwill* nouvellement acquis et la performance post-acquisition est observée, et ce même sur une période courte de cinq ans. Il semble donc que la valeur comptable du *goodwill* telle que reconnue en application de la méthode d'acquisition génère des avantages économiques post-acquisition, soit sous la forme de synergies, soit par ses composantes non identifiables séparément (comme la main d'œuvre assemblée). L'association positive statistiquement significative à 1% observée sur la variable indépendante de contrôle correspondant au chiffre d'affaires semblent confirmer que les synergies réalisées incluent des synergies de revenus. En outre, l'association positive statistiquement significative à 1% observée entre la valeur comptable du *goodwill* et les flux de trésorerie opérationnels semble suggérer l'existence de synergies financières et de gestion, alors que l'association positive n'est pas statistiquement significative lorsqu'elle est mesurée à plus long terme (10 ans) sur la base de l'EBITDA qui, en tant que mesure de résultat, ne capture pas ces synergies. La persistance à long terme d'une telle association, lorsque la performance économique est mesurée sur la base des flux de trésorerie opérationnels (Modèle (2b)), pourrait confirmer le caractère non déterminable de la durée de vie du *goodwill*. Il semble donc pertinent d'appliquer sur le *goodwill* le modèle d'*impairment* plutôt que le modèle d'amortissement, dans le cas où le *goodwill* génère des avantages économiques futurs au-delà de la période d'intégration, en ligne avec Jennings *et al.* (1996). Si cette association positive perdure, post-acquisition, sur une période longue, le *goodwill* nouvellement acquis se confondant avec le *goodwill* généré en interne, le modèle de dépréciation a une valeur informative plus élevée que le modèle d'amortissement.

En revanche, une association négative, statistiquement significative à 1%, entre les autres éléments de l'allocation du prix d'acquisition et la performance post-acquisition est observée, quelle que soit la méthode de mesure de performance (EBITDA ou CFO) ou la période (5 ou 10 ans). Ces éléments acquis autres que le *goodwill* sont capturés dans la variable indépendante « OtherPPA ». Plusieurs hypothèses pourraient être ici formulées. Tout d'abord, il se peut que, comme pour les immobilisations corporelles acquises hors regroupements d'entreprises (variable indépendante de contrôle « CAPEX »), ces actifs

inscrits au bilan lors de l'acquisition d'entreprise requièrent une période longue d'utilisation avant de voir se concrétiser les avantages économiques futurs escomptés. Une autre explication serait de considérer que ces actifs, le plus souvent incorporels et dont la valeur comptable est soumise à des mesures non vérifiables de juste valeur, ne génèrent pas d'avantages économiques futurs en période post-acquisition et contiendraient, dans leur évaluation, une erreur d'appréciation (juste valeur surestimée lors de l'allocation du prix d'acquisition).

Enfin, une association positive statistiquement significative à 1% est observée entre les charges de restructuration et la performance économique post-acquisition lorsque cette dernière est mesurée (soit sur la base de l'EBITDA soit du CFO) sur une période de dix ans. Cette association est négative et statistiquement significative à 1% lorsqu'elle est testée sur la base de l'EBITDA sur une période de cinq ans. Elle est positive et statistiquement significative à 5% lorsqu'elle est testée sur la base des flux de trésorerie opérationnels sur la même période (5 ans). L'association négative entre coûts d'intégration et variation de l'EBITDA observée sur le Modèle (1a) est plausible car à court terme, les charges de restructuration sont encourues sans l'effet bénéfique des économies de coûts que les plans de restructuration et de réorganisation sont censés engendrer. L'association positive observée à long terme tant pour le *goodwill* nouvellement acquis que pour les charges de restructuration laisse suggérer que des avantages économiques futurs sont générés à la suite de ces initiatives de restructuration, en ligne avec les travaux de Chatterjee (1992) et Barkema and Schijven (2008). Cependant ces résultats semblent contredire les conclusions avancées par Krishnan *et al.* (2007) selon lesquelles le paiement d'une prime de contrôle (donc la comptabilisation initiale d'un *goodwill*) engendre des mesures de réductions d'effectifs, qui à leur tour, pénalisent la performance post-acquisition. Le lancement de plans de restructuration de manière concomitante ou immédiatement subséquente à une acquisition d'entreprise semble au contraire permettre la réalisation de certaines natures de synergies de coûts.

La Table V et la Table VI fournissent respectivement les résultats pour les sous-échantillons IFRS et US GAAP.

Table V – Résultats de l'analyse de régression – Sous-échantillon IFRS

Variables	EBITDA comme mesure de la performance post-acquisition		CFO comme mesure de la performance post-acquisition	
	Modèle (1a) (5 ans)	Modèle (1b) (10 ans)	Modèle (2a) (5 ans)	Modèle (2b) (10 ans)
Constante	0.21 (0.30)	-1.32 (-1.21)	-0.91 (-0.59)	-0.15 (-0.11)
New Goodwill	0.03 **** (1.46)	0.08 ** (2.20)	0.48 *** (9.93)	0.25 *** (5.47)
Other PPA	0.07 *** (3.44)	-0.12 *** (-3.50)	-0.40 *** (-9.42)	-0.28 *** (-7.82)
CAPEX	-0.43 *** (-11.48)	-0.26 *** (-4.09)	-0.14 * (-1.65)	0.01 **** (0.16)
Restructuring	-0.13 *** (-4.80)	0.08 * (1.87)	0.08 **** (1.47)	0.88 *** (18.38)
Incremental Sales	0.12 *** (21.24)	0.18 *** (29.67)	0.21 *** (22.29)	0.20 *** (34.41)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	262.6 ***	239.7 ***	54.7 ***	96.8 ***
Adjusted R ²	83.4%	85.8%	49.6%	68.9%
N	782	555	821	605

Table VI – Résultats de l'analyse de régression – Sous-échantillon US GAAP

Variables	EBITDA comme mesure de la performance post-acquisition		CFO comme mesure de la performance post-acquisition	
	Modèle (1a) (5 ans)	Modèle (1b) (10 ans)	Modèle (2a) (5 ans)	Modèle (2b) (10 ans)
Constante	1.93 (3.21)	4.71 (4.17)	(1.25) (1.77)	(3.28) (2.64)
New Goodwill	0.09 ** (2.44)	0.01 **** (0.19)	0.05 **** (1.28)	0.13 * (1.60)
Other PPA	-0.16 *** (-14.95)	-0.25 *** (-8.21)	-0.18 *** (-14.91)	-0.30 *** (-10.52)
CAPEX	-0.14 *** (-8.70)	-0.23 *** (-9.28)	-0.07 *** (-3.66)	-0.14 *** (-4.88)
Restructuring	0.20 ** (2.31)	1.18 *** (6.62)	0.01 **** (0.09)	0.38 ** (2.24)
Incremental Sales	0.21 *** (35.43)	0.17 *** (29.09)	0.18 *** (30.60)	0.17 *** (32.95)
Year Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
Industry Fixed Effects	Included	Included	Included	Included
F	146.8 ***	106.8 ***	103.8 ***	108.8 ***
Adjusted R ²	65.0%	63.5%	51.9%	59.0%
N	1,178	852	1,430	1,052

t statistics in parentheses, are based on White's (1980) standard errors adjusted for within-firm-cluster correlations. *, **, *** Statistically significant at the 10%, 5% and 1% level respectively.

**** Statistically not significant - Year and industry fixed effects included but not reported.

L'indicateur R^2 ajusté reste à des niveaux comparables à ceux observés sur l'échantillon complet, quoique légèrement plus bas sur le sous-échantillon US GAAP lorsque la performance économique post-acquisition est mesurée sur la base de l'EBITDA (65.0% et 63.5%, respectivement, à cinq et dix ans pour le sous-échantillon US GAAP contre 73.2% et 74.8% pour l'échantillon complet). En revanche, L'indicateur R^2 ajusté s'avère plus élevé pour le sous-échantillon IFRS que pour l'échantillon complet, à respectivement 83.4% et 85.8% à cinq et dix ans.

Pour les deux sous-échantillons, le coefficient pour la variable de contrôle sur résultat (« IncSALES ») reste positif et significatif à 1%, et ce pour les deux modèles, sur cinq ans et sur dix ans. Hormis pour le sous-échantillon IFRS en Modèle (1a) pour lequel le coefficient est positif, le coefficient des autres actifs acquis, *goodwill* exclus, présente un signe (association négative) et des niveaux de significativité à 1% pour chacun des deux sous-échantillons, ce qui semble donc confirmer les résultats obtenus sur l'échantillon complet (Table IV). Excepté pour le Modèle (2b) pour lequel l'association observée sur le sous-échantillon IFRS n'est pas statistiquement significative, l'association entre la variable indépendante « CAPEX » et la mesure de performance (exprimée soit sur la base de l'EBITDA soit du CFO) reste négative et statistiquement significative pour chacun des deux sous-échantillons, confirmant ainsi l'association négative observée sur l'échantillon complet.

En revanche, le coefficient de la variable sur le *goodwill* nouvellement acquis reste positif pour les deux sous-échantillons, quelle que soit la mesure de la performance économique (EBITDA ou CFO) et la période (5 ans et 10 ans) mais à des niveaux de significativité moins élevés que pour l'échantillon complet. Cependant, l'association n'est pas statistiquement significative sur le sous-échantillon IFRS pour le Modèle (1a), et pour le Modèle (1b) et le Modèle (2a) sur le sous-échantillon US GAAP. En revanche, excepté pour le Modèle (2a), le coefficient de la variable correspondant aux charges de restructuration reste statistiquement significatif sur les deux sous-échantillons. Les niveaux de significativité observés sur cette variable sont en général plus bas sur les deux sous-échantillons que sur l'échantillon complet.

Une association positive et statistiquement significative entre charges de restructuration et performance économique à court terme est observée sur le sous-échantillon US GAAP (Modèle (1a)), ce qui semble confirmer la propension des firmes américaines à lancer des plans de restructuration. Cette célérité dans le lancement et l'exécution de telles mesures peut s'expliquer par des exigences légales ou réglementaires moins contraignantes en termes d'obligations sociales aux Etats-Unis qu'en Europe, en ligne avec les travaux de Dessaint *et al.* (2017). Ceci semble être confirmé par le coefficient négatif observé sur le sous-échantillon IFRS pour la période de cinq ans, le coefficient étant pour le Modèle (1a) statistiquement significatif à 1% pour ce sous-échantillon. Ceci semble confirmer l'association négative observée sur l'échantillon complet sur la même période courte (5 ans), lorsque la performance économique post-acquisition est mesurée sur la base de l'EBITDA. En revanche, l'association entre les charges de restructuration et la performance économique post-acquisition mesurée sur les flux de trésorerie opérationnels et à court-terme (5 ans) n'est pas statistiquement significative, ni pour le sous-échantillon US GAAP, ni pour le sous-échantillon IFRS, ce qui laisse supposer une plus grande volatilité des flux de trésorerie opérationnels par rapport aux mesures de résultat, en ligne avec les résultats de Su and Wells (2015). En revanche, l'association positive reste statistiquement significative à 1% sur une période de dix ans, ce qui semble confirmer les résultats obtenus sur l'échantillon complet.

4 Valeur de confirmation du *goodwill* : conclusions de l'étude empirique comparée

Cette étude empirique interroge la valeur de confirmation du *goodwill* en testant l'association entre la valeur comptable, en date d'acquisition, du *goodwill* nouvellement acquis et les avantages économiques mesurés post-acquisition. Cette étude cherche à apporter des éléments empiriques visant à répondre aux dernières évolutions normatives, et plus précisément à évaluer l'utilité informative des propositions formulées par l'IASB dans son exposé-sondage relatif aux regroupements d'entreprises (ED/2024/1). Cette étude est une analyse comparée IFRS / US GAAP. Elle est donc menée sur la base d'un échantillon complet composé de 2 997 observations, et de deux sous-échantillons. Le

premier sous-échantillon comprend 1 047 observations correspondant à des firmes dont l'information financière est conforme au référentiel IFRS. Le deuxième échantillon recense 1 950 observations correspondant à des firmes dont les états financiers sont conformes au référentiel comptable américain. Par conséquent, les résultats obtenus peuvent également apporter des éléments de réflexion pour le référentiel américain dans le cas où le FASB, par souci de comparabilité normative internationale, souhaite reprendre son projet de recherche relatif aux regroupements d'entreprises.

L'étude repose sur des observations collectées à partir des bases de données Datastream et FactSet. Elle définit deux modèles de régression à plusieurs variables. Pour le premier modèle, la performance économique post-acquisition est mesurée sur la base de mesures provenant du compte de résultat (EBITDA). Pour le second modèle, la performance post-acquisition est mesurée sur la base des flux de trésorerie opérationnels, réputés plus volatils (Su and Wells, 2015 ; Ball and Nikolaev, 2022). Chaque modèle est testé sur deux périodes d'intégration ; une période courte (Ding *et al.*, 2008) de cinq ans, une plus longue de dix ans. Outre le *goodwill* nouvellement acquis, les modèles incluent deux autres variables indépendantes pour lesquelles est testée une éventuelle association avec la performance économique post-acquisition : les actifs autres que le *goodwill* résultant de l'allocation du prix d'acquisition et comptabilisés de manière séparée en date d'acquisition, et les charges de restructuration et autres coûts d'intégration encourus durant les cinq premières années suivant l'acquisition. En effet, cette étude cherche à contribuer à l'état actuel de la recherche, en analysant l'incidence des mesures de restructuration ou de réorganisation lancées post-acquisition sur la capacité de l'entreprise consolidante à réaliser les synergies attendues et contenues dans la valeur comptable du *goodwill* payé.

Une association positive est observée entre valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis et performance économique post-acquisition, confirmant les résultats de Su and Wells (2015). Ces résultats semblent corroborer la valeur de confirmation du *goodwill*, tel que reconnu en tant qu'actif lors de la comptabilisation initiale, sur les périodes subséquentes à l'acquisition. Le *goodwill* répondrait donc à la définition d'un actif, tel que défini dans le nouveau Cadre Conceptuel IFRS et le Cadre Conceptuel américain, en tant

que ressource contrôlée ayant le potentiel de produire des avantages économiques. Ces résultats se confirment tant pour le référentiel IFRS que pour le référentiel US GAAP, même si les résultats obtenus sur les deux sous-échantillons montrent des niveaux de significativité plus faibles que sur l'échantillon complet.

Ces résultats suggèrent que la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis est bien associée à la réalisation de synergies de différentes natures : synergies de revenus (mesurées par la variable de contrôle sur chiffre d'affaires), synergies de coûts (mesurées par la variable indépendante relative aux charges de restructuration et autres coûts d'intégration), synergies financières et de gestion (la performance économique mesurée sur la base des flux de trésorerie opérationnels capturant potentiellement les effets d'optimisation du besoin en fonds de roulement ou du cycle de conversion en liquidités).

Concernant les synergies de coûts, une association positive et statistiquement significative est observée entre performance économique post-acquisition et charges de restructuration, hormis lorsque la performance économique est mesurée sur des données de résultat, sur une période post-acquisition de cinq ans, où l'association est négative. Cette dernière peut s'expliquer par la comptabilisation au compte de résultat des provisions pour plans de restructuration décidés post-acquisition. Ces résultats semblent confirmer le bien-fondé du changement de traitement comptable sur ces provisions, opéré lors de la révision des normes IFRS et US GAAP, en éliminant la comptabilisation des provisions pour restructuration par augmentation du *goodwill*. Ces résultats semblent également confirmer la pertinence des propositions contenues dans l'exposé-sondage ED/2024/1 visant à modifier le test de dépréciation afin de tenir compte, dans la détermination de la valeur d'utilité de l'unité génératrice de trésorerie, des flux de trésorerie (négatifs durant l'exécution du plan, positifs une fois le plan terminé) provenant de futurs plans de restructuration. La propension des firmes américaines à lancer des plans de restructuration dans un cadre social et réglementaire moins contraignant que celui de certains pays européens pourrait expliquer les résultats obtenus sur le sous-échantillon US GAAP, en ligne avec les travaux de Dessaint *et al.* (2017). La réalisation des synergies attendues post-acquisition – et par là même la valeur de confirmation du *goodwill*, dépendrait donc des

mesures de restructuration et de réorganisation engendrant des coûts d'intégration tels que d'éventuels plans de licenciements. Au vu des résultats obtenus dans cette étude, les avantages économiques futurs post-acquisition semblent être générés non seulement par les synergies réalisées en phase d'intégration et contenues dans la valeur du *goodwill* mais également par les mesures de restructuration lancées post-acquisition. Ces mesures paraissent donc essentielles à la capacité du regroupement d'entreprises à créer de la valeur. Ces résultats semblent confirmer les conclusions de Chatterjee (1992) et Barkema and Schijven (2008) et infirmer les résultats de Krishnan and Park (2002) et Krishnan *et al.* (2007). Si le paiement d'une prime de contrôle (comptablement, le *goodwill*) engendre des mesures de restructuration, ces dernières ne semblent pas, à leur tour, pénaliser la performance post-acquisition, dans l'hypothèse où ces mesures ne nuisent pas à la compétitivité du groupe nouvellement consolidé, par la destruction de savoir-faire et du capital humain qui, en tant que ressources-clés du modèle d'affaires, sont essentiels à la future création de valeur attendue des regroupements d'entreprises.

D'une manière générale, les résultats observés suggèrent que les propositions formulées par l'IASB dans l'exposé-sondage ED/2024/1 sont pertinentes. Un niveau renforcé d'informations à fournir sur les objectifs attendus du regroupement d'entreprises et leur atteinte post-acquisition, incluant des éléments quantifiés sur les mesures de restructuration prévues et encourues ainsi que la nature des synergies attendues et réalisées devraient en effet renforcer l'utilité informative des regroupements d'entreprises, et plus particulièrement la valeur de confirmation du *goodwill*, tout en réduisant l'asymétrie d'information entre préparateurs et utilisateurs des états financiers. Ces exigences d'information devraient également rendre comptables les équipes dirigeantes quant à la création de valeur attendue de la réalisation de synergies post-acquisition mais également des conséquences, notamment sociales, que cette création de valeur peut porter. Au-delà de la notion de *stewardship* et l'obligation d'information dans le cadre d'une gouvernance actionnariale efficiente en ligne avec les travaux d'Abor *et al.* (2011), les équipes dirigeantes doivent également rendre des comptes aux autres parties prenantes, dont les employés et leurs représentants, dans le cas où des mesures de réductions d'effectifs sont prises post-acquisition, alors qu'elles n'étaient pas envisagées en date d'acquisition, afin

de réaliser de manière certaine des synergies de coûts sur des intégrations difficiles ou défaillantes. Ces plans de restructuration peuvent en effet masquer des acquisitions d'entreprises onéreuses (le surprix en date d'acquisition devant se compenser post-acquisition par des synergies faciles à réaliser), une mauvaise gestion en phase d'intégration ou la mise en échec de l'équipe dirigeante face à des regroupements d'entreprises destructeurs de valeur. Par conséquent, il est pertinent, comme proposé dans l'exposé-sondage²⁵⁸, d'élargir ces obligations d'information non seulement aux synergies attendues et réalisées mais également aux charges de restructuration et coûts d'intégration nécessaires à la réalisation de ces synergies. Ces exigences d'information à fournir en date d'acquisition ainsi que durant la phase d'intégration permettraient en outre de faire le lien avec les nouvelles dispositions proposées par l'IASB concernant le calcul de la valeur d'utilité, dans le cadre des tests de dépréciation conduits post-acquisition.

Même si les flux de trésorerie sont réputés plus volatils que les mesures de performance provenant du compte de résultat, les résultats statistiquement significatifs obtenus sur le modèle pour lequel la variable dépendante est définie sur la base de flux de trésorerie opérationnels semble en revanche contredire la proposition formulée par l'IASB dans son exposé-sondage, visant à limiter aux mesures de résultat (et non aux flux de trésorerie) les informations à fournir dans le cadre de ces éventuelles futures dispositions relatives aux regroupements d'entreprises. Par l'optimisation du besoin en fonds de roulement et l'optimisation du cycle de conversion en liquidités, les mesures de flux opérationnels, bien que plus volatils, capturent en effet l'effet positif d'éventuelles synergies financières et de gestion, alors que le compte de résultat est avant tout impacté par la réalisation de synergies de coûts et de revenus.

La proposition formulée par l'IASB dans son exposé-sondage visant à remplacer le terme « résultat net » par « résultat opérationnel » semble au contraire justifiée, les modèles testés dans cette étude reposant sur des mesures de résultat et de trésorerie du cycle

²⁵⁸ ED/2024/1, par. BC149. L'IASB propose dans son exposé-sondage que les entreprises acheteuses décrivent, dans les notes aux états financiers pour l'exercice d'acquisition, les synergies attendues par catégorie de synergies, les coûts (ou fourchettes de coûts) estimés afin de réaliser ces synergies, et la période durant laquelle ces synergies seront réalisées et les coûts d'intégrations encourus.

d'exploitation. Cependant, un des deux modèles inclus dans cette étude mesure la performance post-acquisition sur la base de l'EBITDA avant charges de restructuration et coûts d'intégration. La recommandation qui peut être formulée est donc de revenir à la proposition de l'IASB formulée dans son document de discussion publié en 2020 (DP/2020/1) pour fournir des informations sur le résultat opérationnel avant charges de restructuration (et plus précisément hors éléments non monétaires).

Enfin, une association négative est observée entre performance économique post-acquisition et autres actifs nets acquis, confirmant ainsi les résultats de Su and Wells (2015), qui mettent en évidence une association négative comparable pour les actifs incorporels mais positive pour le *goodwill*, et les travaux de Ji and Lu (2014), ces derniers observant sur le marché australien une diminution de la pertinence des actifs incorporels après adoption du référentiel IFRS. Au vu de ces résultats, il serait utile d'élargir les exigences d'information à fournir en annexe aux autres actifs identifiés dans l'allocation du prix d'acquisition et comptabilisés séparément. Ces résultats interrogent l'évaluation à la juste valeur des actifs, notamment incorporels, reconnus dans le cadre du regroupement d'entreprises. En effet, en tant que valeur de marché, la mesure de la juste valeur doit tenir compte des hypothèses que formulerait un participant de marché. Ces hypothèses contiennent la capacité, pour un participant de marché, à réaliser des synergies par l'utilisation de ces actifs, alors que la valeur du *goodwill* contiendrait les synergies additionnelles spécifiques à un regroupement d'entreprises et rendues possibles dans un modèle d'affaires et en vertu de procédés particuliers. Ces différences pourraient expliquer les résultats empiriques divergents obtenus dans cette étude (association positive entre valeur comptable du *goodwill* et performance économique post-acquisition d'une part, association négative pour les autres actifs acquis d'autre part). Les résultats divergents obtenus dans cette étude pour le *goodwill* et les autres actifs incorporels éclairent d'une lumière nouvelle la décision de l'IASB (et du FASB pour les sociétés cotées) de ne pas changer la comptabilisation des actifs incorporels acquis sur regroupements d'entreprises, et continuer de les inscrire au bilan de manière séparée du *goodwill*. Pour le référentiel américain, la brèche est ouverte, la comptabilisation, dans la valeur du *goodwill*, des actifs incorporels acquis étant désormais permise pour les sociétés non cotées. Les résultats

obtenus dans cette étude relancent le débat sur la valeur informative des actifs incorporels acquis dans le cadre de regroupements d'entreprises, hors *goodwill*. L'association négative et statistiquement significative observée sur la variable relative aux investissements en immobilisations corporelles interroge également l'évaluation comptable d'autres actifs immobilisés, notamment quant à leur mode d'amortissement.

Cette étude devrait donc être étendue à d'autres catégories d'actifs acquis sur regroupements d'entreprises, notamment incorporels, au vu de l'association négative observée entre performance post-acquisition et valeur comptable de ces éléments de l'allocation du prix d'acquisition. Ces résultats, tout comme l'association négative observée pour la variable de contrôle correspondant à l'achat d'immobilisations corporelles, semblent suggérer que, du moins sur un horizon maximal de dix ans, ces immobilisations ne portent pas les avantages économiques escomptés. Cela peut également motiver d'autres recherches sur les durées d'amortissement applicables à ces actifs.

Enfin, l'étude conduite dans ce chapitre pourrait être complétée en appliquant le même modèle de régression sur la valeur comptable du *goodwill* mesurée en périodes subséquentes, une fois le *goodwill* soumis à des tests de dépréciation et pertes de valeur, et ce pour évaluer dans quelle mesure la valeur de confirmation observée dans cette étude diminue en cas de pertes de valeur ou après un certain horizon temporel.

CONCLUSIONS,
RECOMMANDATIONS ET PISTES
DE REFLEXION
COMPLEMENTAIRES

1 Synthèse de la thèse et recommandations

Faisant suite aux considérations introductives de cette thèse, l'introduction générale relève le lien entre stratégie de croissance par acquisitions d'entreprises, performance managériale et gouvernance d'entreprise (Dodd, 1932, Berle and Means, 1932, Manne, 1965, Macintosh, 1999). Sur un marché efficient, les modèles d'affaires mal gérés sont des proies faciles, selon l'image schumpétérienne de « destruction créatrice », pour des acquéreurs dont la gestion performante se traduit au contraire par un cours de bourse élevé les protégeant des prises de participation hostiles (Manne, 1965). C'est sur ce paradigme, et la diffusion dans les années 1960 en sciences économiques et de gestion des fondamentaux théoriques de gouvernance actionnariale, que se sont développées les activités de fusions-acquisitions, d'abord aux Etats-Unis avec la promulgation en 1968 du *Williams Act*, puis au niveau international, avec l'expansion de firmes transnationales.

La globalisation, puis la financiarisation de l'économie mondiale a contribué à la création de groupes multinationaux dont l'accès aux marchés de capitaux est vital dans leur stratégie de croissance externe (Gomez, 2013 ; Favereau and Roger, 2015 ; Supiot *et al.*, 2015 ; Veltz, 2017 ; Chavagneux and Louis, 2018). Ces entreprises transnationales sont mises en concurrence de manière permanente pour la captation de l'épargne publique, afin d'assurer une taille critique pour une capacité d'investissement et d'innovation accrue (Gomez, 2013 ; Foray, 2018). Malgré la tendance haussière dans la valorisation des entreprises-cibles et la multiplication des *megadeals*, le marché des fusions-acquisitions ne ralentit pas, hormis lors de l'éclatement de la bulle internet en 2002 et la crise financière de 2008. Après les années-records de 2007 et 2015, où le seuil symbolique des 5 000 milliards de dollars U.S. de valorisation pour les acquisitions conclues sur l'année a presque été atteint, l'année 2021 établit un nouveau record à une valorisation totale de 5 560 milliards de dollars U.S. Malgré cette cherté, les investisseurs continuent d'accueillir favorablement les annonces d'acquisitions d'entreprises, dès lors que ces dernières sont accompagnées d'estimations chiffrées des synergies attendues du regroupement d'entreprises (Kengelbach *et al.*, 2018). La réalisation de synergies en phase d'intégration, reflétée avant tout dans la valeur du *goodwill* reconnu en date d'acquisition, est donc primordiale dans l'information financière fournie par les entreprises acheteuses en périodes subséquentes à l'acquisition.

Ces mutations profondes de l'environnement économique et financier incitent les organes normalisateurs, au premier rang desquels le FASB pour le marché américain, à relancer le projet de recherche relatif aux regroupements d'entreprises dès les années 1990. L'augmentation, en nombre et en volume, des acquisitions d'entreprises a également apporté un changement significatif dans la nature des actifs acquis, par le poids croissant des actifs incorporels et du *goodwill* dans l'allocation du prix d'acquisition (Hayn and Hughes, 2006 ; Li and Sloan, 2017). Ainsi, les discussions normatives autour de la comptabilisation du *goodwill* se font dans un cadre plus large au niveau des regroupements d'entreprises et des autres actifs incorporels acquis, dans une économie se caractérisant par une dématérialisation de l'actif immobilisé et un accroissement du capital immatériel des entreprises (propriété intellectuelle, capital organisationnel, capacité d'innovation, savoir-faire technique). La première étude empirique conduite dans cette thèse (Chapitre II) semble confirmer, sur la base d'un premier échantillon composé de près de 23 000 observations, une tendance haussière et continue du poids du *goodwill* dans le bilan des firmes incluses dans l'échantillon, mais dans une proportion plus faible et sur une période, ou des marchés, différents de ceux analysés dans les recherches existantes (EFRAG, OIC, ASBJ, 2014 ; ASBJ, 2015 ; ASBJ, 2016 ; Li and Sloan, 2017). La première recommandation qui peut être formulée ici est donc d'élargir le champ de cette première étude à d'autres zones géographiques que les Etats-Unis et les pays membres de l'Union Européenne (notamment pour le Canada, l'Australie ou le Japon) et sur des périodes comparables aux études analytiques actuellement disponibles.

L'étude historique du cadre théorique et normatif présentée dans le Chapitre I inclut un rappel des fondamentaux de finance d'entreprise applicables aux opérations de fusions-acquisitions, sur lesquels s'appuient les modèles comptables US GAAP et IFRS relatifs aux acquisitions d'entreprises. L'étude historique relative à l'élaboration des normes rendant obligatoire l'application de ces modèles comptables suit de manière chronologique les débats conduits, essentiellement aux Etats-Unis, entre les différentes parties prenantes à l'information financière, l'organe normalisateur et les instances politiques, afin de comprendre les conditions institutionnelles dans lesquelles les décisions normatives ont abouti à l'élimination concomitante de la méthode de mise en commun d'intérêts et de

l'amortissement systématique du *goodwill*, pour imposer la méthode d'acquisition en comptabilisation initiale et le modèle de dépréciation pour l'évaluation de l'écart d'acquisition en date d'arrêté. Ont ainsi été revus, pour les besoins de cette étude, les comptes-rendus et procès-verbaux des auditions publiques convoquées par le Sénat américain. En effet, les instances politiques américaines se sont saisies dès le début de l'année 2000 de cette problématique comptable, au vu des répercussions que ces changements normatifs proposés par le FASB pouvaient avoir sur les décisions stratégiques des entreprises et sur le marché des fusions-acquisitions. L'objectif affiché par le FASB est d'accroître la pertinence de l'information financière pour que l'allocation du prix d'acquisition, reposant sur la juste valeur, reflète de manière fidèle la réalité économique de la transaction dont tous les actifs acquis, *goodwill* inclus, et les passifs assumés sont inscrits au bilan de l'acquéreur. Il s'agit de mesurer les efforts d'intégration fournis par l'équipe dirigeante pour réaliser les synergies payées. Il est important de noter que les premières propositions de changements normatifs du FASB n'incluent pas l'abolition du modèle d'amortissement au profit du modèle de dépréciation pour évaluer le *goodwill* en périodes subséquentes. Les lettres de commentaires reçues durant le *due process* soutiennent une approche visant à amortir systématiquement le *goodwill* et conduire un test de dépréciation en cas d'indicateurs de perte de valeur, les grands cabinets d'audit relevant quant à eux que le seul modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* post-acquisition présente le risque d'un manque de fiabilité. L'étude historique conduite dans cette thèse permet de relever que les décisions normatives finales dépendent d'autres facteurs que les échanges institutionnalisés entre organe normalisateur et parties prenantes à l'information financière (Ramanna, 2008). Ainsi, le modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* post-acquisition peut être vu comme un compromis politique visant à atténuer l'effet de la méthode d'acquisition et les charges d'amortissement comptabilisées sur les actifs acquis désormais inscrits au bilan de l'acquéreur (Hayn and Hughes, 2006).

L'étude historique examine dans un deuxième temps les principales modifications normatives introduites suite à la deuxième phase du projet de refonte (normes dans leur version révisée) menée conjointement par le FASB et l'IASB. Elle se poursuit avec une synthèse de la revue post-adoption conduite séparément des deux côtés de l'Atlantique.

Cette revue post-adoption, tant pour le référentiel américain que pour le référentiel international, ne relève pas de remarques particulières de la part des utilisateurs des états financiers quant à la nécessité de mentions en annexe plus fournies concernant la réalisation des synergies en période d'intégration. Cependant, l'organe normalisateur international retient cette thématique avec un degré de priorité moyenne lors de la revue post-adoption de la norme IFRS 3 (Tableau 4). C'est sans doute la raison pour laquelle le projet de recherche relatif à la comptabilisation des regroupements d'entreprises en application des normes IFRS aboutit en 2024 à la publication d'un exposé-sondage visant à renforcer les mentions à fournir en annexe, notamment concernant la réalisation de synergies en période d'intégration de l'entreprise acquise. Outre-Atlantique, les dispositions comptables sont différenciées selon que l'entreprise acheteuse est une société cotée ou une société non cotée. Ces modèles de comptabilisation sont confirmés par le FASB en 2022, mettant fin, pour le référentiel américain, au projet de recherche sur ces thématiques. Pourtant, l'analyse des lettres de commentaires envoyées par la SEC révèle que l'autorité américaine des marchés financiers interroge fréquemment les préparateurs des états financiers sur les estimés et postulats utilisés lors de l'allocation du prix d'acquisition, les tests d'*impairment* sur *goodwill* ou les mesures non observables de juste valeur. Ainsi, la SEC peut exiger, en réponses à ses commentaires, une description plus détaillée et circonstanciée des éléments composant le *goodwill*, incluant une révision des mentions en annexe. Ces éléments de revue semblent donc mettre en évidence le manque d'information fournie en application des exigences normatives en vigueur.

L'état de la recherche présenté au Chapitre I de cette thèse s'ancre dans les travaux de Kanodia *et al.* (2005) selon lesquels un niveau raisonnable d'imprécision dans les modèles comptables est nécessaire afin d'accroître la valeur informative des états financiers. Les organes normalisateurs voient dans ce degré d'imprécision une manière de fournir aux marchés une information jusqu'alors limitée au *reporting* interne, afin de combler l'asymétrie d'information existant entre préparateurs et utilisateurs des états financiers. Si la revue de la littérature existante semble confirmer la valeur informative du *goodwill* en application de la méthode d'acquisition, elle met également en évidence le risque de surévaluation de la valeur de cet actif, tant en comptabilisation initiale qu'en date d'arrêté,

une fois abandonné l'amortissement systématique du *goodwill* au profit du modèle de dépréciation. La valeur informative des mentions en annexe semble avérée, mais concernant les regroupements d'entreprises, l'information fournie est souvent parcellaire ou vide de contenu pertinent (information générale et contenu plaqué). Enfin, le recours à des données non vérifiables de juste valeur, non seulement lors de l'allocation du prix d'acquisition en comptabilisation initiale mais également lors du test d'*impairment* en périodes post-acquisition, peut accroître les coûts d'agence et engendrer des comportements opportunistes de la part des dirigeants, notamment en vue de maximiser leur rémunération. Un cadre institutionnel et réglementaire stable et robuste, des règles de gouvernance actionnariale exigeantes, sont des facteurs déterminants pouvant limiter, sans toutefois le corriger pleinement, le caractère discrétionnaire des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises. Ces éléments de « déterminisme » institutionnel ont été volontairement laissés hors du champ de cette étude. Cependant, les résultats des travaux empiriques présentés au Chapitre II et au Chapitre III de cette thèse pourraient être complétés, en vue de futures recherches académiques, par une étude sur l'impact de ces facteurs externes (cadre institutionnel, qualité et degré d'expertise de l'organe de certification des comptes) ou internes (structure actionnariale et gouvernance d'entreprise).

Les résultats obtenus dans la première étude empirique conduite au Chapitre II de cette thèse semblent confirmer la valeur informative du *goodwill*, par l'observation d'une association positive et statistiquement significative entre valeur de la firme et valeur comptable du *goodwill*, en date d'arrêté de l'exercice reportant l'acquisition d'entreprise. Cette association positive est observée tant sur le *goodwill* nouvellement acquis que sur le *goodwill* reconnu sur des exercices antérieurs. La valeur de confirmation du *goodwill* nouvellement acquis semble également confirmée, par l'association positive observée dans la deuxième étude empirique conduite au Chapitre III de cette thèse, entre la valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis et les avantages économiques futurs réalisés post-acquisition, ces derniers étant mesurés soit sur des données de résultat (EBITDA), soit sur des données de trésorerie (flux de trésorerie opérationnels). On peut en déduire, du moins pour les firmes acheteuses incluses dans l'échantillon utilisé dans la seconde étude empirique et composé de près de 3 000 observations, que des synergies (synergies de coûts,

synergies de revenus, synergies financières et de gestion) sont réalisées, ce qui semble donc confirmer l'utilité informative de la méthode d'acquisition. Cela pourrait donc expliquer l'accueil favorable, par les investisseurs, des annonces d'acquisitions, malgré les montants élevés de ces transactions (Kengelbach *et al.*, 2018). Cependant, seule une intégration réussie, une taille critique et une spécialisation sur des segments d'activités peu diversifiées (à la différence de certains conglomérats par exemple) permettent la réalisation de synergies. Il est par conséquent recommandé pour de futures recherches empiriques d'analyser avec plus de granularité l'association entre valeur comptable du *goodwill* et avantages économiques futurs en fonction de ces trois facteurs déterminants, et au niveau des unités génératrices de trésorerie auxquelles le *goodwill* est alloué. Dans ce dernier cas, l'objectif serait d'analyser de manière combinée l'utilité informative des dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises (date d'acquisition), modèle de dépréciation appliqué au *goodwill* (date d'arrêt) et information sectorielle.

En revanche, les résultats empiriques obtenus ne permettent pas d'observer une association positive entre avantages économiques futurs et autres actifs acquis dans le cadre du regroupement d'entreprises et comptabilisés de manière séparée du *goodwill*. Une association négative statistiquement significative est au contraire observée pour ces actifs, essentiellement incorporels, sur une période post-acquisition de cinq ans, puis dix ans et ce tant pour des firmes dont l'information financière est conforme au référentiel international que pour des firmes américaines reportant selon le référentiel US GAAP. Cela pose plusieurs hypothèses d'interprétation pouvant faire l'objet de recherches complémentaires.

Un premier postulat tiendrait à l'évaluation à la juste valeur des actifs incorporels acquis. L'utilisation d'informations non vérifiables et modélisées sur la base des attentes d'un participant de marché quant aux avantages économiques générés par l'utilisation optimale de ces actifs peut conduire à une surévaluation de leur valeur d'acquisition. Une part des synergies attendues du regroupement d'entreprises n'est en effet pas capturée dans la valeur comptable du *goodwill* mais dans la valeur comptable des autres actifs reconnus séparément de l'écart d'acquisition. Ce dernier ne capture que les synergies additionnelles spécifiques et rendues possibles par un acquéreur particulier. Il serait donc possible que

l'association positive observée sur le *goodwill* nouvellement acquis soit le signe que l'équipe dirigeante est en mesure de réaliser ces synergies additionnelles, alors que les synergies attendues de l'utilisation des autres actifs acquis (principalement incorporels) ne sont pas réalisées, du moins sur les périodes post-acquisition analysées dans cette thèse (cinq ans et dix ans). Il est donc essentiel de comprendre non seulement la nature de ces synergies, mais également les divergences pouvant exister en date de l'allocation du prix d'acquisition entre les estimations utilisées par l'acquéreur lors de l'évaluation de l'investissement ainsi que du prix payé, et les postulats d'un participant de marché pour l'utilisation optimale des actifs acquis, en application de la définition de la juste valeur. Une recommandation pouvant être formulée, au vu des dernières évolutions normatives, est donc de proposer d'élargir les informations relatives aux synergies attendues et réalisées sur le regroupement d'entreprises aux informations à fournir sur la mesure de la juste valeur lors de l'allocation du prix d'acquisition, afin d'explicitier non seulement les synergies reconnues dans la valeur du *goodwill* mais également la part des synergies reconnues sur les autres actifs acquis. Il s'agit ici d'assurer un degré suffisant d'équivalence entre les modèles d'évaluation utilisés par les investisseurs dans leurs décisions économiques et ceux utilisés par les préparateurs des états financiers lors de la conclusion du regroupement d'entreprises.

Une deuxième hypothèse tiendrait à l'évaluation en date d'arrêté des actifs incorporels acquis, autres que *goodwill*, et l'application du modèle d'amortissement, d'autant plus qu'une association négative et statistiquement significative est également observée entre la performance économique post-acquisition et les dépenses d'immobilisations corporelles. Ces résultats interrogent la durée d'amortissement utilisée sur ces actifs immobilisés. Des études complémentaires sur ces actifs paraissent être un champ de recherche académique à explorer.

Dès le début des discussions menées dans le cadre du *due process* et au cours des auditions publiques convoquées par le Sénat américain en 2000, les débats autour de la comptabilisation du *goodwill* s'inscrivent dans le champ d'une problématique plus large interrogeant les modèles de comptabilisation des actifs incorporels, dans une économie où

les ressources-clés de modèles d'affaires innovants, essentiellement immatérielles, restent hors champ du bilan comptable. Près d'un quart de siècle après ces discussions, force est de constater que peu de changements ont été apportés aux modèles applicables aux actifs incorporels autres que le *goodwill*. Cette thématique peut être un champ de recherche complémentaire, afin d'apporter des éléments empiriques aux organes normalisateurs pour qu'ils puissent à leur tour juger de la relance d'un programme de recherche ambitieux sur ce sujet. Ce dernier rejoint d'autres réflexions actuelles, qui partagent avec les actifs immatériels la même problématique conceptuelle : comment mesurer de manière fiable et reporter de manière pertinente des ressources-clés (ressources naturelles, richesse humaine, intelligence collective) qui, par essence, sont difficiles (ou ne peuvent) être quantifiées ?

2 Conclusions générales et pistes de réflexion complémentaires

« Les firmes et les acquisitions d'entreprises sont des éléments-clés de l'environnement dans lequel nous vivons. Pourtant, des sujets tels que les fusions-acquisitions, en dehors de considérations tendant à refléter certains stéréotypes politiques ou populaires, restent trop souvent entourés de mystère, opaques, comme tant d'autres aspects de la finance moderne. Cela ne peut pas être une bonne chose. »²⁵⁹ Ainsi s'exprime Robert Teitelman, journaliste économique américain, spécialisé dans la couverture de l'actualité financière et l'essor des opérations de fusions-acquisitions. Cette thèse cherche à rendre plus intelligible la réalité économique de ces transactions, en interrogeant l'objectivité et la pertinence des dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives aux regroupements d'entreprises.

Un objectif majeur en normalisation comptable est en effet de veiller à ce que la transcription comptable d'une transaction reflète de manière fidèle les sous-jacents économiques qui la sous-tendent. S'il est vrai que « l'histoire du capitalisme est écrite par les comptables »²⁶⁰ (Chavagneux and Louis, 2018), comprendre la manière dont cette transcription comptable se forme, se questionne et évolue, doit aider à comprendre

²⁵⁹ Notre traduction. “*Corporations and M&A are key aspects of the environment we live in. And yet, subjects such as M&A, apart from views that tend to mirror popular political stereotypes, remain too often wreathed in mystery, opaque, like so many other aspects of modern finance. That cannot be a good thing.*” Teitelman (2016). p.28.

²⁶⁰ cf. note 9.

l'environnement économique et social dans lequel entreprises, acteurs institutionnels, instances publiques et politiques, communautés de personnes, individus et citoyens, tous acteurs majeurs et contributeurs à l'intérêt général, interagissent au quotidien. Cela est d'autant plus critique quand le cadre institutionnel, incluant le cadre législatif comptable et les dispositions réglementaires en termes d'information financière, sert un projet politique ambitieux, telle que l'intégration communautaire européenne, ou cherche à impulser un changement d'ordre non seulement économique mais également sociétal.

La comptabilité est un système d'abstraction et une mise en perspective, créant un double, le symbole comptable, du référent économique que ce symbole est censé signifier. Ceci est d'autant plus ardu que l'entreprise est elle-même un objet d'abstraction, le plus souvent réduit à trois dimensions : juridique (personne morale), économique (modèle d'affaires), social (communauté de personnes). Cette dernière dimension échappe le plus souvent à la représentation comptable. Une forme de tempérance est par conséquent requise à l'heure d'évaluer la pertinence des modèles comptables. L'image comptable est en effet réductrice, les transactions économiques étant bien plus complexes, et les interactions humaines bien plus riches, que ce que la comptabilité peut refléter de manière symbolique. Cependant, cette transcription comptable, bien qu'imparfaite, doit rester une simplification objective de la réalité juridique, économique ou sociale à retranscrire, en chiffres et en lettres, dans les états financiers des entreprises.

Ces enjeux de normalisation comptable sont particulièrement prégnants dans le cadre d'acquisitions d'entreprises et la comptabilisation des écarts d'acquisition. La nature même du *goodwill* reconnu lors d'un regroupement d'entreprises rend difficile sa conceptualisation. La question sur sa définition est d'ordre presque philosophique : en tant qu'écart d'acquisition, est-ce un ajustement de consolidation, un reste arithmétique, élément résiduel de l'allocation du prix d'acquisition, une prime de contrôle incluant des erreurs d'évaluation et un surpris né de biais comportementaux, ou au contraire est-ce l'opportunité de faire entrer au bilan des entreprises une des principales ressources-clés de tout modèle d'affaires : l'intelligence collective d'une organisation ? Avec l'inscription du *goodwill* en tant qu'actif immobilisé, l'image comptable se ferait donc plus nette, capturant

la dimension sociale de l'entreprise dans sa richesse de savoir-faire technique, organisationnel et innovant. En 1932, Adolf Berle et Gardiner Means observent déjà : « La nature du capital a changé. Il est de plus en plus composé non pas de biens corporels, mais d'organisations construites dans le passé pour fonctionner dans le futur. Même la valeur des biens corporels tend à dépendre de plus en plus de la manière dont ils sont organisés et utilisés avec d'autres biens corporels dans le cadre de ces organisations. »²⁶¹

Après l'essor, au siècle dernier, des opérations de fusions-acquisitions, le poids croissant constaté depuis les années 2000 d'éléments immatériels dans la typologie des acquisitions d'entreprises, à l'ère du capitalisme cognitif et d'une économie globalisée, a obligé les organes normalisateurs, en premier lieu desquels le FASB et l'IASB, à reprendre le projet normatif autour des regroupements d'entreprises et des actifs incorporels y afférents. Ce projet, mené des deux côtés de l'Atlantique dans un souci de comparabilité internationale, a conduit à l'élimination concomitante de la mise en commun d'intérêts en comptabilisation initiale et de l'amortissement systématique du *goodwill* en périodes subséquentes à l'acquisition, tant en US GAAP qu'en IFRS. Les actifs acquis, *goodwill* inclus, et les passifs assumés, sont inscrits au bilan de l'acquéreur une fois mesurés à la juste valeur. La juste valeur est également prégnante dans le modèle de dépréciation appliqué à l'évaluation du *goodwill*, et des actifs incorporels à durée indéterminée s'il y a lieu, en date d'arrêt.

Pour reprendre la terminologie utilisée par Ding *et al.* (2008) dans leur étude analytique et historique sur les modèles de comptabilisation du *goodwill*, ces nouvelles dispositions comptables marquent le basculement d'un modèle « dynamique » à un modèle « actuariel ». Le premier, caractérisé par une période d'amortissement relativement longue sur la base de la durée d'utilisation de l'actif, s'inscrit dans une vision long-terme, dont l'objectif est la continuité d'exploitation, dans un contexte institutionnel de gouvernement d'entreprise. Le second, pour lequel l'amortissement systématique est supprimé, limite

²⁶¹ Notre traduction. “*The nature of capital has changed. To an increasing extent, it is composed not of tangible goods, but of organizations built in the past and available to function in the future. Even the value of tangible goods tends to become increasingly dependent upon their organizational relationship to other tangible goods comprising the property of these great units.*” Berle and Means (1932). p. 45-46.

l'impact comptable sur le compte de résultat, caractéristique majeure du modèle actionnarial, enfermant la transcription comptable dans une logique d'évaluation financière (Jubé, 2011 ; Supiot, 2015). La continuité d'exploitation n'est plus un objectif mais un postulat, l'objectif étant de fournir aux participants de marché une information utile à leurs décisions économiques dans une économie financiarisée (détenir, vendre ou acheter le titre financier de la firme ayant conclu le regroupement d'entreprises). Ce modèle se retrouve donc au cœur des enjeux démocratiques des institutions européennes, la normalisation comptable IFRS entrant dans le Droit de l'Union Européenne, dans un souci d'intégration communautaire. Le processus d'adoption des normes IFRS par les instances politiques de l'Union Européenne, puis l'application des directives et règlements européens, influencent à leur tour les dispositions comptables nationales, qui évoluent au rythme de ces enjeux de normalisation internationale en s'efforçant d'édicter des dispositions visant à retranscrire de manière fidèle, objective et neutre, les activités conduites par des entreprises transnationales dans une économie globalisée et financiarisée. Le cas européen illustre donc combien le débat comptable s'inscrit dans une réflexion plus large, dans le champ du droit, des sciences politiques et, plus largement, d'autres domaines des sciences humaines.

Les dispositions réglementaires entrent donc dans l'espace de l'entreprise par sa dimension juridique et pénètrent le gouvernement d'entreprise par les systèmes nationaux de gestion, dont le Droit comptable (Whitley, 2003). Cependant, le phénomène de globalisation, accru par l'extraterritorialité des activités économiques des entreprises multinationales, conjugué à la multiplication des échanges transnationaux et la dématérialisation des modèles d'affaires, pose la nécessité d'un cadre normatif plus large que les cadres juridiques nationaux, notamment lorsque ce dernier, comme au sein de l'Union Européenne, devient un instrument d'intégration et d'harmonisation communautaires.

Sur la base de certains paradigmes théoriques, les choix de politiques comptables dans la représentation fidèle et pertinente des transactions économiques n'ont aucun impact sur le

rendement des actions²⁶² (Beaver, 1973). Cependant, tout comme le droit, l'économie et d'autres champs des sciences sociales, la comptabilité est un domaine des sciences humaines et peut constituer un levier de changement économique et social (Burchell *et al.*, 1980). La comptabilité peut se concevoir soit comme un outil technique, garant de neutralité, sans interconnexion avec le contexte historique, économique et social des entreprises, soit au contraire comme un langage économique socialement et historiquement intégré dans un contexte particulier (Carmona and Ezzamel, 2009). En effet, la force normative de certaines dispositions comptables peut conduire à une amélioration de l'état de choses existant. Semblable à l'affirmation d'Alexis de Tocqueville selon laquelle faire de l'Egalité une loi universelle a pour résultat un état d'égalité accru, un *reporting* financier efficace contribue à une participation aux marchés de capitaux efficiente et une plus grande optimisation de l'allocation de ressources. La qualité des états financiers renforce aussi l'efficacité dans les choix d'investissements, cette association positive entre qualité de l'information financière et maximisation des dépenses d'investissements étant plus forte dans le cadre de financements institutionnalisés entre participants de marché (Biddle and Hilary, 2006) et de référentiels comptables dont l'objectif est d'accroître l'utilité informative des états financiers (Yoo *et al.*, 2013)²⁶³. L'exemple suivant illustre cette approche positiviste de la doctrine financière (Jubé, 2011) : « Beaucoup de décisions comptables ont un impact sociétal indirect considérable. Lorsqu'une norme comptable américaine dans la décennie 1980-1990 a rendu obligatoire le provisionnement de coûts médicaux remboursés aux retraités par les grandes sociétés, l'énormité jusqu'alors ignorée de ces coûts a eu pour conséquence rapide une renégociation et la suppression de ces avantages. Certains en ont conclu que la mesure n'était pas neutre (...). Cette analyse, pour le coup, manque de neutralité. Une meilleure analyse consiste à dire que si l'entreprise avait mesuré les coûts impliqués par les avantages accordés, elle ne les aurait pas consentis.

²⁶² Les choix de politiques comptables n'ont pas d'effet sur la valeur de la firme dès lors que : ces politiques comptables n'ont pas d'effet monétaire ; elles sont rendues publiques, en faisant l'objet de mentions en annexe ; l'information est suffisante pour permettre aux utilisateurs des états financiers de modifier leurs évaluations et leurs prévisions en conséquence (Beaver, 1973).

²⁶³ En observant un échantillon de 282 firmes coréennes ayant conclu des acquisitions d'entreprises entre 2002 et 2011, Yoo *et al.* (2013) testent l'hypothèse selon laquelle un système de *reporting* de qualité réduirait l'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires, permettant à ces derniers de contrôler de manière plus efficiente les décisions d'acquisitions destructrices de valeur économique (*adverse selection*) ou inciter à des comportements opportunistes des dirigeants (*stewardship*).

Donc la précédente méthode de non-provisionnement manquait de neutralité. La nouvelle, certes imparfaite, est plus neutre, donc meilleure. » ²⁶⁴

Un exemple tout à fait comparable est celui des inquiétudes exprimées par les répondants à l'exposé-sondage de 1999²⁶⁵, en vue de l'interdiction de la méthode de la mise en commun d'intérêts au profit de la méthode d'acquisition. Le Sénat américain se saisit d'ailleurs de ce débat en convoquant des auditions publiques dès le début de l'année 2000. Le cas des avantages au personnel cité précédemment (Jubé, 2011) est repris lors de l'audition tenue le 2 mars 2000, en écho aux changements de comptabilisation proposés par le FASB et relatifs aux fusions et acquisitions d'entreprises. Certains intervenants craignent que la suppression de la méthode de mise en commun d'intérêts ait des conséquences dommageables sur la sphère économique, affectant en dernier ressort la « culture entrepreneuriale²⁶⁶ ». Le FASB et l'IASB ont tous deux rejeté ce point de vue, en arguant du fait que la neutralité des dispositions comptables commande justement de ne pas retenir la méthode de mise en commun d'intérêts au seul fait que son élimination peut entraîner des conséquences négatives sur les décisions des participants de marché. Comme dans l'exemple précédent, c'est la méthode de mise en commun d'intérêts qui manque de neutralité, et non les nouvelles dispositions comptables, ainsi que l'expriment les deux organes normalisateurs : « Les conséquences de la nouvelle norme peuvent être négatives pour certains intérêts, à court ou plus long terme. Mais la dissémination d'informations peu fiables ou trompeuses, est, sur le long terme, encore plus dommageables pour tous les intérêts des parties en présence. » ²⁶⁷ Le FASB reconnaît en 1980 dans son Cadre Conceptuel, que « la neutralité ne signifie pas (...) que la comptabilité doit être sans

²⁶⁴ Gélard, Gilbert, 2008 (avril). Revue RF Comptable. p.25, cité dans Jubé (2011).

²⁶⁵ FAS 141, par. B49-B52. ED 3 pour l'exposé-sondage relatif aux regroupements d'entreprises dans le cadre du référentiel international.

²⁶⁶ Lors de l'audition publique du 2 mars 2000, le Sénateur Bayh, dans son intervention, mentionne le changement comptable concernant le cas des frais médicaux (Jubé, 2011) et son impact sur la réalité économique des entreprises : *“I am reminded of a change in the accounting rules a number of years ago which moved the projected health care costs for American companies from a footnote to the balance sheet. That led major industries across the country to start focusing more intently upon their health care costs, which then led to a change from a fee for service medicine to more managed care, which has now led there to be a raging debate about the patient's bill of rights in Congress and the quality of care in our country.”* The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (2000). p. 38.

²⁶⁷ Notre traduction. FAS 141, par. B49-B52.

influence sur les comportements humains. On ne peut, et on ne doit, éviter que l'information comptable ait un impact sur les comportements. Si tel était le cas, l'information serait sans valeur, par définition non pertinente, et l'effort pour la produire serait vain. »²⁶⁸ La neutralité en comptabilité doit s'entendre comme la transcription aussi fidèle que possible de phénomènes économiques, sans chercher à influencer les décisions ou les comportements, dans quelque direction ou pour quelque partie prenante que ce soit (utilisateurs, préparateurs d'états financiers, investisseurs), ou pour favoriser certains intérêts économiques plutôt que d'autres. Cependant, le FASB insiste dans le même temps sur le fait que la neutralité est avant tout un objectif-clé des autorités de normalisation comptable, qui doivent évaluer aussi finement que possible l'impact que les dispositions comptables ont sur les comportements et décisions économiques. Les normes qui pèchent par manque de neutralité perdent en force et en crédibilité²⁶⁹.

Ni la finance d'entreprise, ni la comptabilité financière, ne sont des sciences exactes. Elles sont au contraire pétries de subjectivité, reposant sur un fort degré de jugement professionnel au travers des hypothèses et estimés utilisés dans les modèles d'évaluation. Ces modèles d'évaluation sont sujets à erreurs d'appréciation (volontaires ou involontaires) et à des biais comportementaux. L'évaluation à la juste valeur, tant du prix payé que des actifs acquis et des passifs assumés lors de la comptabilisation initiale du regroupement d'entreprises, censée refléter un ordre idéal sur un marché réputé rationnel, ne garantit pas l'absence de biais d'évaluation, notamment lorsque la juste valeur repose sur des données de marché non vérifiables. Une forme d'hyper-rationalité conduit pourtant le FASB et l'IASB à ignorer d'un point de vue comptable l'existence d'un surprix lors de la comptabilisation initiale du *goodwill*, alors que la recherche académique suggère qu'une part significative des acquisitions d'entreprises n'est pas porteuse de création de valeur.

²⁶⁸ Notre traduction. FASB Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 (CON. 2), *Qualitative Characteristics of Accounting Information* (1980). par. 100.

²⁶⁹ CON. 2 (1980), par. 98.

« L'établissement du règne de la Loi ne procède pas seulement d'un calcul rationnel mais aussi de l'expérience de l'injustice et des passions », rappelle le juriste Alain Supiot²⁷⁰. Ainsi, il y aurait une forme d'*hubris* à penser que la normalisation comptable peut tendre vers des conditions idéales de *reporting*, parfaitement neutres et objectives, dès lors qu'elle repose sur le calcul financier, qui, en vertu de lois purement mathématiques, est réputé exact. En droit comme en normalisation comptable, il n'y a pas, rappelle Alain Supiot, d'ordre idéal fondé sur les nombres. Les normes comptables reposent en effet sur un fragile équilibre entre pertinence (*relevance*) et fiabilité (*reliability*). De cet équilibre dépendent la qualité et l'utilité de l'information financière. Les instances normatives et institutionnelles doivent naviguer entre deux moindres maux et instaurer dans leurs choix de normalisation comptable un savant mélange entre ces deux objectifs, sachant que la recherche d'un plus fort degré de pertinence peut se faire au détriment de la vérifiabilité de l'information comptable. Tout comme le droit, la normalisation comptable se fonde sur « la nécessité d'un ordre fragile et imparfait fondé sur la loi humaine »²⁷¹.

Avec les dispositions comptables relatives aux regroupements d'entreprises, l'IASB et le FASB semblent suivre l'argument avancé par Kanodia *et al.* (2005) selon lequel un niveau d'imprécision est nécessaire afin d'accroître la valeur informative des états financiers. Loin d'ignorer l'asymétrie d'information et les inefficiences de marché au cœur de la recherche en finance comportementale, les organes normalisateurs laissent aux préparateurs des états financiers une certaine latitude dans l'application de l'approche bilantielle inhérente à la méthode d'acquisition et au modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill*. Le risque pris est de voir les valeurs de ces actifs acquis, essentiellement sans substance physique et sans valeur immédiatement observable, enfler artificiellement les bilans des entreprises acheteuses. Ce risque est formulé de manière très critique par Penman (2009) : « la comptabilité rencontre de sérieux problèmes lorsque des valeurs spéculatives et soumises à conjectures entrent dans les états financiers, surtout lorsque l'existence même de ces actifs est soumise à conjectures. En effet, le terme même d'« actif incorporel » peut être

²⁷⁰ Supiot, Alain, 2013. Cours au Collège de France. *Du gouvernement par les lois à la gouvernance par les nombres*, Paris, du 31 janvier 2013 au 25 avril 2013. Rediffusion radiophonique, France Culture, 16 janvier 2017.

²⁷¹ Ibid. note 270.

utilisé comme couverture, pour cacher une forme de spéculation ou d'artifice. L'existence d'actifs peut s'inventer en utilisant un langage attrayant. »²⁷² Existe-t-il un actif dont la valeur et l'existence soient plus soumises à conjectures que le *goodwill* ? Posée de manière aussi abrupte, la question est vertigineuse. Elle occupe en tout cas les instances normatives depuis maintenant plus de vingt ans.

L'objectif de cette thèse est de contribuer à apporter certains éléments de réponse à ce questionnement. Une association positive entre valeur comptable du *goodwill* nouvellement acquis, valeur de la firme acheteuse, et performance économique post-acquisition est observée dans les deux études empiriques développées dans cette thèse, ce qui semble confirmer la pertinence de la méthode d'acquisition, telle qu'appliquée en US GAAP et en IFRS. En réponse aux critiques formulées par Penman (2009), le *goodwill* semble donc bien exister et répondre à la définition d'un actif, du fait de son potentiel, en tant qu'actif, à générer des avantages économiques futurs. Ainsi, comme le souligne l'IASB lors de l'amendement de la norme IAS 38, si les actifs incorporels sont soumis à « conjectures » (pour reprendre le terme de Penman, 2009) ou à « incertitude » (pour reprendre le terme utilisé par l'organe normalisateur international) c'est moins dans l'existence de ces avantages économiques que dans leur montant et leur périodicité. En outre, une association positive statistiquement significative est également observée sur des valeurs de *goodwill* comptabilisées sur des exercices antérieurs, ce qui laisse suggérer que la valeur informative de cet actif ne diminue pas avec le temps. Plusieurs raisons peuvent ici être avancées, et pourraient faire l'objet de recherche empirique complémentaire. La valeur informative peut reposer sur certaines ressources-clés du modèle d'affaires, reconnues dans la valeur du *goodwill*, telle que la main d'œuvre assemblée ou le capital organisationnel, dont la durée est indéterminée (au même titre que l'entreprise elle-même). La valeur informative du *goodwill* peut être également justifiée par le fait qu'avec l'intégration de l'entreprise acquise, le *goodwill* payé se confond désormais avec le

²⁷² Notre traduction. "Accounting runs into trouble when speculative, conjectured values enter the financial statements, more so when the asset's existence itself is conjectural. Indeed, the term, "intangible asset" can just be a cover for speculation or even fantasy; the existence of assets can be promoted simply by developing attractive language." Penman (2009). p. 2.

goodwill généré en interne, soit une manière d'enrichir l'image comptable en reflétant dans le bilan la dimension sociale de l'entreprise. Dans les deux cas, le modèle de dépréciation semble plus pertinent que le modèle d'amortissement puisque la valeur informative du *goodwill* ne semble pas être affecté par l'antériorité de ce dernier. Ceci confirmerait donc les positions actuelles de l'IASB et du FASB réaffirmant le modèle d'*impairment* pour l'évaluation post-acquisition du *goodwill* et l'abandon définitif à un retour à son amortissement systématique, du moins pour les sociétés cotées.

En revanche, le débat reste ouvert quant à l'utilité informative d'autres éléments du regroupement d'entreprises, et principalement des actifs incorporels acquis en dehors du *goodwill*. En effet, les résultats empiriques obtenus dans cette thèse ne permettent pas de confirmer que ces actifs, essentiellement immatériels, portent les avantages économiques escomptés. Cela ouvre un axe de recherche à explorer et l'opportunité de changer de point focal en s'interrogeant moins sur le caractère « spéculatif » du *goodwill* que sur l'exigence de création de valeur provenant des investissements qu'engagent les équipes dirigeantes tant dans le cadre de regroupements d'entreprises que, plus largement, dans leur stratégie de croissance à long terme. Les regroupements d'entreprises sont des opérations risquées, lourdes et complexes, requérant une attention particulière des dirigeants ; cela ne doit pas se faire au détriment du cycle d'investissement et de la marche normale des affaires, alors que les résultats empiriques obtenus dans cette thèse ne permettent pas de confirmer une association positive entre les dépenses pour l'acquisition d'immobilisations corporelles et la performance économique post-acquisition.

Les résultats observés sur la valeur informative du *goodwill* posent cependant d'autres enjeux, ouvrant ainsi de nouvelles pistes de réflexion : si une même réalité économique appelle une même représentation comptable, la valeur informative du *goodwill* acquis interroge la pertinence d'un *goodwill* généré en interne qui reste hors du champ comptable, alors que d'autres actifs incorporels générés en interne, comme les dépenses de développement, sont inscrits au bilan lorsque certains critères sont remplis. La question est d'autant plus critique pour l'organe normalisateur américain, l'activation des frais de développement restant une différence conceptuelle majeure entre le référentiel US GAAP

et le référentiel IFRS. En outre, la permanence dans le temps de la valeur informative du *goodwill* acquis dépend essentiellement de la nature de ce dernier. Si le *goodwill* correspond à des synergies réalisées durant une période, somme toute courte, d'intégration, alors la « consommation » du *goodwill* au fil des cycles d'exploitation de l'entreprise justifierait l'amortissement systématique de cet actif incorporel. L'application du modèle d'*impairment* semble en revanche plus pertinent si le *goodwill* payé représente la valeur donnée à la main d'œuvre assemblée ou à d'autres ressources-clés constitutives du *going concern goodwill* de l'entreprise acquise. Sans envisager un traitement différencié par composante de *goodwill*, il est cependant essentiel, pour les organes normalisateurs, de renforcer les exigences d'information à fournir, en date d'acquisition, sur la nature du *goodwill* et ses composantes, afin de donner aux utilisateurs des états financiers l'information nécessaire pour juger de la plausibilité du *goodwill* inscrit à l'actif du bilan et soumis, au moins annuellement, au test d'*impairment*. Les dernières propositions formulées par l'IASB dans l'exposé-sondage ED/2024/1 vont dans ce sens et paraissent donc justifiées.

Ces nouvelles exigences d'information à fournir, tant au niveau de la nature du *goodwill* acquis que des synergies réalisées post-acquisition, si entérinées par les instances normatives internationales au travers de la publication d'un amendement des normes IFRS existantes, vont créer des disparités réglementaires, notamment avec le référentiel américain. Cette situation normative inégale peut être perçue comme dommageable en termes de comparabilité internationale, dans une économie globalisée où l'accès aux marchés de capitaux et l'appel public à l'épargne sont essentiels à l'effort d'innovation et aux stratégies de croissance par acquisition (Foray, 2018). Ce déséquilibre normatif pourrait ainsi générer des comportements opportunistes, assimilables au *Law shopping*, soit la mise en concurrence de modèles réglementaires locaux dans le but de choisir les moins contraignants (Supiot, 2015). Comme dans les années 1990, lorsque le FASB indiquait que les différences transnationales dans le traitement comptable des regroupements d'entreprises et la rapide accélération des mouvements de capitaux rendaient urgent le besoin d'un degré accru de comparabilité au niveau international, l'accélération du degré de mobilité géographique du capital immatériel des entreprises transnationales pose

aujourd'hui le besoin d'un projet conjoint, entre l'IASB et le FASB, sur ces thématiques, voire le lancement d'une nouvelle initiative de convergence internationale. L'étude historique suivie dans cette thèse rappelle que les premières réflexions autour de la comptabilisation non seulement des acquisitions d'entreprises mais aussi des actifs incorporels, entamées dès les années 1980, proviennent des Etats-Unis et du normalisateur américain. En outre, déjà en 2000, Edmund Jenkins, alors Président du FASB, déclare qu'il faudrait exiger à chaque firme acheteuse qu'elle documente les raisons l'ayant conduite à payer le prix d'acquisition, et ses attentes vis-à-vis des futures performances de l'entreprise, pour que les investisseurs soient en mesure de comparer ces perspectives lors de l'acquisition, avec la performance réelle lors de l'intégration. Ces recommandations ne sont toujours pas reflétées dans les dispositions comptables américaines.

Les résultats des deux études empiriques conduites dans cette thèse semblent donc confirmer le bien-fondé des dernières évolutions normatives relatives aux regroupements d'entreprises formulées par l'organe normalisateur international. En réponse aux inquiétudes exprimées par les répondants à la revue post-adoption, tant pour les dispositions comptables IFRS que pour le référentiel américain, la pertinence de la méthode d'acquisition et du modèle d'*impairment* appliqué au *goodwill* ne s'obtient pas au détriment de la fiabilité de l'information financière, dès lors qu'une information tant quantitative que qualitative suffisante est fournie. En réponse aux partisans de Penman (2009), ces mentions en annexe ont pour enjeu de donner corps aux valeurs comptables inscrites au bilan et décrire aux utilisateurs des états financiers la réalité économique du regroupement d'entreprises.

Cependant, cette réalité ne se limite pas aux seuls éléments économiques et à la réponse aux questions élémentaires suivantes : quoi (en détaillant la nature du *goodwill* et les catégories de synergies attendues et réalisées) ; combien (en explicitant, au travers d'analyses quantitatives, l'écart entre synergies attendues et synergies réalisées) et quand (en informant sur d'éventuels décalages temporels dans la réalisation des synergies attendues ou de retard dans l'intégration). Tous ces éléments sont certes nécessaires afin d'évaluer plus finement les risques inhérents à l'intégration de l'entreprise acquise et

l'incertitude reposant sur le montant et la temporalité des avantages économiques portés par la valeur comptable du *goodwill*. Cependant, ils ne rendent pas compte de la réalité sociale du regroupement d'entreprises et des conditions dans lesquelles l'intégration est réalisée. Il s'agit par conséquent aussi de répondre à la question fondamentale : *d'où viennent ces synergies*, en décrivant l'origine des synergies attendues et réalisées – et pas seulement leur nature –, notamment lorsque le lancement de plans de restructuration et de réorganisation des activités du groupe est concomitant à leur réalisation. Ainsi, quel sens aurait de payer un *going concern goodwill*, essentiellement sous la forme d'une main d'œuvre assemblée de qualité, s'il s'agit de détruire ce savoir-faire par le lancement de plans sociaux visant à accélérer la matérialisation de synergies de couts ? Revenons à Robert Teitelman qui porte un regard critique sur la réalisation des synergies en phase d'intégration : « la création de valeur économique attendue du regroupement d'entreprises (résumé communément sous la formule $2+2=5$) se fait par des politiques agressives de réduction de couts, appelées de manière euphémistique « synergies » mais qui prennent le plus souvent la forme de plans de licenciement. »²⁷³ En termes d'information financière, il est donc pertinent d'inclure dans les propositions de l'IASB des mentions en annexe relatives aux couts d'intégration, au même titre que celles exigées pour les synergies attendues et réalisées.

Dans une logique de gouvernance actionnariale, les équipes dirigeantes sont comptables de la réalisation des synergies attendues du regroupement d'entreprises en phase d'intégration afin de justifier du bien-fondé économique de l'investissement. Les nouvelles exigences d'information financière proposées par l'IASB pourraient donc servir l'objectif de *stewardship* afin de réduire les couts d'agence entre investisseurs et dirigeants. Cependant, dans le cadre élargi d'un gouvernement d'entreprise, les dirigeants doivent également rendre compte à d'autres parties prenantes, tels que les employés, leurs représentants et les institutions publiques, des couts sociaux engendrés par ou nécessaires à cette intégration. Que penser en effet d'une équipe dirigeante, qui, incapable de réaliser

²⁷³ Notre traduction. “burst-ups and lay-offs were now post-merger norms – that euphemistic term, synergies, made the turn from $2+2=5$ to “necessary” merger-related cost reductions.” Teitelman (2016). p.313.

les synergies attendues mais dont les instruments de rémunération dépendent du succès de l'intégration de l'entreprise acquise, réaliserait ces synergies de coûts au travers de plans de licenciement décidés en urgence au vu des difficultés d'intégration ? Etudier l'association potentielle entre réalisation de synergies de coûts au travers de plans de restructuration non anticipés lors de l'acquisition et rémunération des dirigeants est un domaine ouvert à de futures recherches empiriques.

Une entreprise est avant tout une aventure humaine, et c'est pourquoi son langage économique et juridique, la comptabilité, est un domaine des sciences humaines et sociales. Dans cette perspective, la comptabilité n'est pas considérée comme un simple outil technique mais comme un langage symbolique socialement intégré dans un contexte historique particulier. Même si, pour paraphraser Milton Friedman, l'objectif de l'entreprise est d'accroître son profit, l'entreprise n'est pas un objet abstrait désincarné dont la valeur se mesure sur la base de modèles mathématiques. Elle est une communauté de personnes avant d'être une somme d'unités génératrices de trésorerie. En cela, l'entreprise se pose aussi comme un acteur majeur de changement sociétal, dans une perspective de durabilité et de responsabilité sociale. Plus que débattre sur la mesure de la juste valeur, l'enjeu pour la normalisation comptable est de mesurer *au plus juste* à la fois la création de valeur économique (et actionnariale) du modèle d'affaires, mais également son impact en termes de durabilité environnementale, sociale et de saine gouvernance. En élargissant aux coûts d'intégration, notamment sociaux, les exigences d'information financière relatives aux regroupements d'entreprises, les organes normalisateurs peuvent répondre à ce double objectif : mesurer la création de valeur économique et l'impact social des regroupements d'entreprises.

On peut voir ainsi dans les dernières évolutions normatives et les conclusions de cette thèse une opportunité de placer l'information financière au cœur des enjeux actuels autour de la responsabilité sociale des entreprises, dans le cadre des politiques ESG (environnementales, sociétales et de gouvernance). De manière plus large, il s'agit de remettre la normalisation comptable au centre du champ politique en tant qu'outil de justice sociale au service de l'intérêt général. Le rapport Maystadt, publié en 2013, insiste sur ce

point : l'utilité de l'information financière à des fins de décisions économiques des investisseurs peut entrer en conflit avec l'adéquation des capitaux propres aux besoins long-terme de l'entreprise, la protection des salariés et l'objectif, plus large, d'intérêt général (Maystadt P. , 2013). En cela, la normalisation comptable ne peut être neutre, dès lors qu'on entend le terme de neutralité dans un sens politique, tel qu'exprimé par le FASB dans le Cadre Conceptuel de 1980 : une comptabilité qui influence les comportements humains afin d'éviter la propagation d'information financière peu fiable ou trompeuse, et garantir un juste équilibre entre les intérêts des parties prenantes à l'entreprise, sans favoriser, volontairement ou involontairement, un ou plusieurs groupes particuliers.

Bibliographie

- Aboody, D., Kasznik, R., & Williams, M. (2000). Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: why do firms care? *Journal of Accounting and Economics*, 29, 261-286.
- Abor, J., Graham, M., & Yawson, A. (2011, January). Corporate Governance and Restructuring Activities Following Completed Bids. *Corporate Governance: an International Review*, 19(1), 61-76.
- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M., & Haddad, A. E. (2012, April). The Value Relevance of goodwill impairments: UK Evidence. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 206-216. doi:10.5539/ijef.v4n4p206
- AbuGhazaleh, N., Al-Hares, O., & Roberts, C. (2011). Accounting Discretion in Goodwill Impairments: UK Evidence. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 22(3), 165-204.
- Accounting Standards Board of Japan (ASBJ). (2016, September). *Inputs to Global Discussions*. Retrieved June 22, 2018, from Accounting Standards Board of Japan: <https://www.asb.or.jp/en/discussions/papers/2016-1003.html>
- Accounting Standards Board of Japan (ASBJ). (n.d.). *Research Paper No. 1: Research on Amortization of Goodwill*.
- Accounting Standards Board of Japan (ASBJ). (n.d.). *Research Paper No. 2: Quantitative Study on Goodwill and Impairment*.
- Accounting Standards Board of Japan (ASBJ). (n.d.). *Research Paper No. 3: Analyst Views on Financial Information Regarding Goodwill*.
- Aharony, J., Barniv, R., & Falk, H. (2010). The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity Valuation of Accounting Numbers for Security Investors in the EU. *European Accounting Review*, 19(3), 535-578. doi:10.1080/09638180.2010.506285
- Akbulut, M., Lee, C., & Lim, S. C. (2014, April 15). *ssrn Electronic Journal*. doi:http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2389533
- Al Jifri, A., & Citron, D. (2009, April 15). The Value-relevance of Financial Statement Recognition versus Note Disclosure: Evidence from Goodwill Accounting. *European Accounting Review*, 18(1), 123-140. doi:10.1080/09638180802324351
- Alshehaby, A., Georgiou, G., & Ala, A. S. (2021). Country-specific drivers of the value relevance of goodwill impairment losses. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43, 1-21. doi:10.1016/j.intaccudtax.2021.100384
- Amel-Zadeh, A., Faasse, J., Li, K., & Meels, G. (2013, January). Has accounting regulation secured more valuable goodwill disclosures? *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2306584
- Amiraslani, H., Iatridis, G. E., & Pope, P. F. (2013). *Accounting for asset impairment: a test for IFRS compliance across Europe*. Cass Business School, City University London. London: Centre for Financial Analysis and Reporting Research. Retrieved December 19, 2018, from <http://eprints.lse.ac.uk/id/eprint/53730>
- Anantharaman, D. (2015, November). Understanding the evolution of SFAS 141 and 142: An analysis of comment letters. *Research in Accounting Regulation*, 27(2), 99-110. doi:10.1016/j.racreg.2015.09.001
- Andersson, P., & Hellman, N. (2020). Analysts' evaluations of acquisitions: Swedish survey evidence on IFRS knowledge and the use of accounting information for

- valuation purposes. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 41, 1-17. doi:10.1016/j.intaccaudtax.2020.100354
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. Retrieved April 18, 2019, from http://www.people.hbs.edu/estafford/papers/newevidence_perspectivesonmergers.pdf
- Andre, P., Dionysiou, D., & Tsalavoutas, I. (2018). Mandated Disclosures Under IAS 36 Impairment of Assets and IAS 38 Intangible Assets: Value Relevance and Analysts' Forecasts. *Journal of Applied Economics*, 50(7), 707-725.
- Anwar, S., & Suryaningrum, D. H. (2013). A Baudrillardian View of Accounting. *Review of Business and Finance Studies*, 4(1), 12.
- Arango, T. (2010, January 10). How the AOL-Time Warner merger went so wrong. (O. I. version, Ed.) *The New York Times*. Retrieved April 21, 2024, from <https://www.nytimes.com/2010/01/11/business/media/11merger.html>
- Astolfi, P., Jeny-Cazavan, A., & Paugam, L. (2013). Should additional disclosures be mandated for intangible assets? Insights from purchase price allocations. *9th Interdisciplinary Workshop on Intangibles, Intellectual Capital & Extra-Financial Information*. Copenhagen, Denmark. Retrieved from https://basepub.dauphine.fr/bitstream/handle/123456789/9228/soumission-07-01-2011_20-30-10.pdf;sequence=1
- Astolfi, P., Paugam, L., & Ramond, O. (2012). Purchase Price Allocations: Do they Matter? *European Accounting Association 2012 Annual Meeting*. Ljubljana, Slovenia. doi:halshs-00671611f
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2014). Goodwill under IFRS: relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum*, 38, 1-17. Retrieved January 6, 2024
- Bagna, E., Cotta Ramusino, E., & Ogliari, M. (2023). The impact of different goodwill methods on stock prices: A comparison of amortization and impairment-only methodologies. *International Review of Financial Analysis*, 85, 1-13. doi:10.1016/j.irfa.2022.102432
- Ball, R., & Nikolaev, V. V. (2022). On earnings and cash flows as predictors of future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*(73), 101-430. doi:10.1016/j.acceco.2021.101430
- Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008, August). Toward Unlocking the Full Potential of Acquisitions: The Role of Organizational Restructuring. *The Academy of Management Journal*, 696-722. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/20159535>
- Barraclough, K., Robinson, D. T., Smith, T., & Whaley, R. E. (2013, March). Using Option Prices to Infer Overpayments and Synergies in M&A Transactions. *The Review of Financial Studies*, 26(3), 695-722. doi:10.1093/rfs/hhs119
- Barth, M. E., & Clinch, G. (1996). International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian and Canadian Firms. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 135-170.

- Baumol, W. J. (2002). Entrepreneurship, Innovation and Growth: The David-Goliath Symbiosis. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 7(2), 1-10. doi:10.57229/2373-1761.1087
- Beatty, A., & Weber, J. (2006, February). Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 257-288. doi:https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00200.x
- Beaver, W. H. (1973). *What Should be the FASB's Objectives* (Vol. August). New York, USA: Journal of Accountancy.
- Bens, D. A., Heltzer, W., & Segal, B. (2011). The Information Content of Goodwill Impairments and SFAS 142. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(3), 527-555. doi:10.1177/0148558X11401551
- Bérard, V. (1994). *Le miroir du marchand*. Comptables Malesherbes.
- Berle, A. A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: McMilan.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963-982.
- Bloom, M. (2009). Accounting for Goodwill. *Abacus*, 45(3), 379-389. Retrieved December 26, 2023, from https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2009.00295.x
- Boennen, S., & Glaum, M. (2014, June). Goodwill Accounting: A review of the literature . *ssrn Electronic Journal*. doi:DOI: 10.2139/ssrn.2462516
- Bradbury, M. E. (2010). Commentary: Discount Rates in Disarray - Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing. *Australian Accounting Review*, 20(3), 313-316. doi:10.1111/j.1835-2561.2010.00094.x
- Brown, C., & Medoff, J. L. (1988). The Impact of Firm Acquisitions on Labor. In A. J. Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (pp. 9-32). University of Chicago Press. Retrieved from http://www.nber.org/books/auer88-1
- Bugeja, M., & Gallery, N. (2006). Is older goodwill relevant? *Accounting and Finance*, 46, 519-535.
- Bugeja, M., & Loyeung, A. (2015). What drives the allocation of the purchase price to goodwill. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11, 245-261. doi:10.1016/j.jcae.2015.10.002
- Burchell, S., Clubb, C., Hopwood, A., Hughes, J., & Nahapiet, J. (1980). The roles of accounting in organizations and society. *Accounting, Organizations and Society*, 5(1), 5-27.
- Burger, M., & Wen, H. (2021). The relative and incremental value relevance of goodwill before and after SFAS No. 142. *J. Account. Public Policy*, 40, 1-21. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2021.106906
- Callao, S., Jarne, J. I., & Lainez, J. A. (2007). Adoption of IFRS in Spain: Effect of the comparability and relevance of financial reporting. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16, 148-178. doi:10.1016/j.intaccaudtax.2007.06.002
- Camblain, E., & Rérolle, J.-F. (2024, Mars). Les pièges cognitifs de l'évaluation. *Lettre Vernimmen.net*. Pascal Quiry et Yann Le Fur.
- Camodeca, R. S., Almici, A., & Bernardi, M. (2013). Goodwill impairment testing under IFRS before and after the financial crisis: evidence from the UK large listed

- companies. *Problems and Perspectives in Management*, 11(3), 17-23. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2885929
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- Carlin, T. M., & Finch, N. (2009). Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing. *Australian Accounting Review*, 19(4), 326-336. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2009.00069.x>
- Carlin, T. M., & Finch, N. (2010). Commentary: Some Further Evidence on Discount Rate Selection in the Context of Goodwill Impairment Testing. *Australian Accounting Review*. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00111.x>
- Carlin, T. M., & Finch, N. (2010). Resisting compliance with IFRS goodwill accounting and reporting disclosures: Evidence from Australia. *Journal of Accounting and Organizational Change*, 6(2), 260-280. doi:10.1108/18325911011048781
- Carmona, S., & Ezzamel, M. (2009). Ancient Accounting. In J. R. Edwards, & S. P. Walker, *The Routledge Companion to Accounting History* (pp. 73-94). Abingdon, Oxon, United Kingdom: Routledge.
- Chalmers, K. G., Godfrey, J. M., & Webster, J. C. (2011). Does a goodwill impairment regime better reflect the underlying economic attributes of goodwill? *Accounting and Finance*, 51, 634-660. doi:10.1111/j.1467-629X.2010.00364.x
- Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. M., & Wei, Z. (2012). Intangible assets, IFRS and analysts' earnings forecasts. *Accounting and Finance*, 52, 691-721. doi:10.1111/j.1467-629X.2011.00424.x
- Chambers, D. J. (2007, April). Retrieved December 19, 2018, from ssrn: <http://ssrn.com/abstract=953649>
- Chatterjee, S. (1992, May). Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring-Implications for Target and Bidder Firms. *Strategic Management Journal*, 13(4), 267-286. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2486615>
- Chavagneux, C., & Louis, M. (2018). *Le pouvoir des multinationales*. Presses Universitaires de France.
- Chen, A., Gong, J. J., & Lu, R. H.-Y. (2020). The effect of principles-based standards on financial statement comparability: The case of SFAS-142. *Advances in Accounting*, 49, 1-15. doi:10.1016/j.adiaac.2020.100474
- Chen, C., Kohlbeck, M. J., & Warfield, T. (2004, April 22). Goodwill Valuation Effects of the Initial Adoption of SFAS 142. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.534484
- Chen, V. Y., Keung, E. C., & Lin, I.-M. (2019). Disclosure of fair value measurement in goodwill impairment test and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 15, 100-160. doi:10.1016/j.jcae.2019.100100160
- Collectif dirigé par Supiot, A. (2015). *L'entreprise dans un monde sans frontières. Perspectives économiques et juridiques*. (L. s. droit, Ed.) Paris: Dalloz.
- Committee on Energy and Commerce, House of Representatives. (2001, July 31). Hearing of Subcommittee on Commerce, Trade and Consumer Protection. Washington. Retrieved from www.fasb.org
- Conyon, M. J., Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2002, October). The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom. *European Economic Review*, 46, 31-49.

- Canyon, M., Girma, S., Wright, P., & Thomson, S. (2001). Do hostile mergers destroy jobs? *Journal of Economic Behavior and Organization*, 45, 427-440.
- Courtis, J. K. (1983). Business Goodwill: Conceptual clarification via accounting, legal and ethymological perspectives. *The Accounting Historians Journal*, 10(2), 1-38. Retrieved from www.jstor.org/stable/40697777
- Cowan, A. R., Jeffrey, C., & Wang, Q. (2023). Does writing down goodwill imperil a CEO's job? *J. Account. Public Policy*, 42, 107-122. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2022.107015
- Cullinam, G., Le Roux, J., & Weddigen, R. (2004, April). *Harvard Business Review*. Retrieved April 20, 2024, from HBR: <https://hbr.org/2004/04/when-to-walk-away-from-a-deal>
- Cunningham, C., Ederer, F., & Ma, S. (2019, March 22). Killer Acquisitions. 73. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3241707>
- Dahmash, F. N., Durand, R. B., & Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41, 120-137. doi:10.1016/j.bar.2009.03.002
- D'Arcy, A., & Tarca, A. (2018). Reviewing IFRS goodwill accounting research: Implementation effects and cross-country differences. *International Journal of Accounting*(53), 203-226. doi:<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.07.004>
- Dargenidou, C., Gregory, A., & Hua, S. (2016). How far does financial reporting allow us to judge whether M&A activity is successful? *Accounting and Business Research*, 46(5), 467-499. doi:10.1080/00014788.2016.1182702
- Darrough, M. N., Guler, L., & Wang, P. (2014). Goodwill impairment losses and CEO compensation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 29(4), 435-463. doi:10.1177/0148558X14537824
- De George, E. T., Ferguson, C. B., & Spear, N. A. (2013). How much does IFRS cost? IFRS adoption and audit fees. *The Accounting Review*, 88(2), 429-462. doi:10.2308/accr-50317
- Demaria, S., & Marty, F. (2007). *Financiarisation, Evaluation et Information Comptable: De la création de valeur aux IFRS*. Nice: HAL archives-ouvertes. Retrieved January 9, 2019, from <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00266259>
- Deng, Z., & Lev, B. (2006, March 9). In-process R&D: To capitalize or expense? *Journal of Engineering and Technology Management*, 23, 18-32.
- Dessaint, O., Golubov, A., & Volpin, P. (2017). Employment protection and takeovers. *Journal of Financial Economics*, 125, 369-388. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.005>
- Detzen, D., & Zulch, H. (2012). Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21, 106-126. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2012.07.002>
- Ding, Y., Richard, J., & Stolowy, H. (2008). Towards an understanding of the phases of goodwill accounting in four Western capitalist countries: From stakeholder model to shareholder model. *Accounting, Organizations and Society*, 33, 718-755. Retrieved from www.sciencedirect.com

- Dodd, E. J. (1932). For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*(45), 1145-1163.
- Duff & Phelps. (2018). *2018 U.S. Goodwill Impairment Study*. Duff & Phelps, LLC. Retrieved September 10, 2019, from www.duffandphelps.com/GWISudies
- Duff & Phelps. (2019). *2018 European Goodwill Impairment Study*. Duff & Phelps, LLC. . Retrieved September 10, 2019, from www.duffandphelps.com/GWISudies
- Durocher, S., & Georgiou, O. (2022). Framing accounting for goodwill: intractable controversies between users and standard setters. *Critical Perspectives on Accounting*, 89, 1-25. doi:10.1016/j.cpa.2021.102357
- EFRAG. (2016, October). *EFRAG Publications*. Retrieved December 1, 2018, from EFRAG: <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1603030955551154%2F08-02%20Publication%20of%20goodwill%20quantitative%20Study.pdf>
- EFRAG, OIC, ASBJ. (2014, July). *Should Goodwill still not be Amortized*. doi:<https://www.asb.or.jp/en/discussions/papers/2014-0722.html>
- EFRAG, OIC, ASBJ. (2015). *Responses to the Discussion Paper "Should Goodwill still not be Amortised?"*. Retrieved November 2, 2018, from <https://www.efrag.org/News/Project-214/EFRAG-the-OIC-and-the-ASBJ-have-published-a-feedback-statement-that-summarises-the-responses-received-on-the-Discussion-Paper-Should-Goodwill-Still-Not-Be-Amortised---Accounting-and-Disclosure-for-Goodwill?AspxAutoDe>
- Elbakry, A. E., Nwachukwu, J. C., A., A. H., & Elshandidy, T. (2017). Comparative evidence on the value relevance of IFRS-based accounting information in Germany and the UK. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 28, 10-30. doi:10.1016/j.intaccaudtax.2016.12.002
- Ernst & Young (EY). (2018, September 24). *2018 trends in SEC comment letters*. EY. doi:[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SECCommentsTrends_04321-181US_24September2018/\\$FILE/SECCommentsTrends_04321-181US_24September2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SECCommentsTrends_04321-181US_24September2018/$FILE/SECCommentsTrends_04321-181US_24September2018.pdf)
- Esposito-Cano, A. (2011, September). Global GAAP - Nouvel Esperanto comptable et financier? *L'Expert-comptable suisse*.
- European Securities and Markets Authority. (2014). *Review on the application of accounting requirements for business combinations in IFRS financial statements*. ESMA. Paris: ESMA. Retrieved April 1, 2019, from https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2014-643_esma_report_on_the_ifrs_3.pdf
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- FASB. (2000). *A Summary Report on the FASB Goodwill Field Visits*. FASB. Retrieved 2016 www.fasb.org
- FASB. (2000, November 15). Minutes of the November 15, 2000 Board Meeting. *Summary Report on Goodwill Field Visits*, 6. Retrieved 2016 www.fasb.org

- FASB. (2000, November 20). Minutes of the November 15, 2000 Board Meeting. *Summary Report on Goodwill Field Visits*. Retrieved from www.fasb.org
- FASB. (2000, May 4). *Testimony of Edmond L. Jenkins Chairman Financial Accounting Standards Board Before the Subcommittee on Finance and Hazardous Materials of the Committee on Commerce*. Retrieved August 24, 2018, from the Fasb website:
https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage&cid=1218220086936
- FASB. (2018, June 8). Retrieved November 2, 2018, from <https://www.ifrs.org/-/media/feature/meetings/2018/june/iasb/ap18b-gi.pdf>
- FASB. (2019, July 9). Invitation to Comment. *Identifiable Intangible Assets and Subsequent Accounting for Goodwill*.
- FASB. (2022, June 15). *Improving the Accounting for Asset Acquisitions and Business Combinations (Phase 3 of the Definition of a Business Project) (removed June 15, 2022)*. Retrieved May 4, 2024, from
<https://fasb.org/page/PageContent?pageId=/projects/recentlycompleted/improving-the-accounting-for-asset-acquisitions-and-business-combinations-removed-from-agenda-update.html>
- Favereau, O., & Roger, B. (2015). *Repenser l'entreprise*. (C. d. Humanités, Ed.)
- Fenner, S. J. (2011). Berle's Conception of Shareholder Primacy: A Forgotten Perspective For Reconsideration During the Rise of Finance. *34 Seattle University Law Review*, 1457-1464. Retrieved April 14, 2018, from
<https://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2051&context=sulr>
- Fernandes, N. (2014). *Finance for Executives - A Practical Guide for Managers* (February 22, 2014 ed.). Charleston, South Carolina, USA: NPV Publishing.
- Fernandes, N. (2019). *The Value Killers: How Mergers and Acquisitions Cost Companies Billions—And How to Prevent It*. Palgrave McMillan.
- Fernandes, N. (2025, April 22). *Finance & Governance Insights*. Retrieved April 22, 2025, from LinkedIn: <https://www.linkedin.com/pulse/dangers-goodwill-when-growth-turns-value-destruction-nuno-fernandes-ab9zf/>
- Fiechter, P., Halberkann, J., & Meyer, C. (2012, December 21). Determinants and Consequences of a Voluntary Turn Away from IFRS to Local GAAP: Evidence from Switzerland. 59. Retrieved October 17, 2021, from
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2192523
- Foray, D. (2018). *L'économie de la connaissance* (3rd ed.). (L. Découverte, Ed.) Paris, France.
- Frankel, R., Seethamraju, C., & Zach, T. (2007, July 18). GAAP goodwill and debt contracting efficiency: evidence from net-worth covenants. *Review of Accounting Studies*, 13(1), 87-118. doi:10.1007/s11142-007-9045-0
- Fu, F., Lin, L., & Officer, M. S. (2013, July). Acquisitions driven by stock overvaluation: are they good deals? *Journal of Financial Economics*, 24-39.
- Gallery, G. (2009). Commentary - Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing. *Australian Accounting Review*, 19(4), 337-339. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2009.00072.x>

- Gjerde, O., Knivsflä, & Sættern, F. (2008). The value-relevance of adopting IFRS: Evidence from 145 NGAAP restatements. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17, 92-112. doi:10.1016/j.intaccudtax.2008.07.001
- Glaum, M., Landsman, W. R., & Wyrwa, S. (2015, April). *Determinants of goodwill impairment: International evidence*. Retrieved January 7, 2024, from ssrn: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2608425
- Glaum, M., Schmidt, P., Street, D. L., & Vogel, S. (2013). Compliance with IFRS 3 - and IAS 36 - required disclosures accross 17 European countries: company- and country - level determinants. *Accounting and Business Research*, 43(3), 163-204. doi:10.1080/00014788.2012.711131
- Gomez, P.-Y. (2013). *Le travail invisible*. Francois Bourin Editeur.
- Gomez, P.-Y. (2018). *La gouvernance d'entreprise* (1 ed.). Paris: Collection Que sais-je?
- Gomez, P.-Y. (2019, March 4). Digitalisation et financiarisation du travail. (A. d. Tricornot, Interviewer) Xerfi Canal. Retrieved October 16 , 2019, from www.youtube.com/watch?v=6YhApR0e2qI
- Gomez, P.-Y. (2019, April 18). La nation, une ressource économique incontournable. *Le Monde*. Retrieved from <https://pierre-yves-gomez.fr/la-nation-une-ressource-economique-incontournable/>
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions and Goodwill Impairment. *The Accounting Review*, 86(6), 1995-2022. doi:10.2308/accr-10131
- Guler, L. (2018, July). Has SFAS 142 improved the usefulness of goodwill impairment loss and goodwill balances for investors? *Review of Managerial Science*, 12, 559-592. doi:10.1007/s.11846-016-0223-y
- Guthrie, J., & Pang, T. T. (2013). Disclosure of goodwill impairment under AASB 136 from 2005-2010. *Australian Accounting Review*, 23(3), 216-231. doi:10.1111/j.1835-2561.2013.00204.x
- Hamberg, M., & Beisland, L. A. (2014, December). Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23(2), 59-73. doi:10.1016/j.intaccudtax.2014.07.002
- Hamberg, M., Paanamen, M., & Novak, J. (2011). The adoption of IFRS 3: the effects of managerial discretion and stock market reactions. *European Accounting Review*, 263-288. doi:10.1080/09638181003687877
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77, 529-560. doi:10.1016/j.fineco.2004.05.004
- Haskel, J., & Westlake, S. (2018). *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*. Princeton University Press.
- Hayn, C., & Hughes, P. (2006). Leading Indicators of Goodwill Impairment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21, 223-265.
- He, Z., Chane, D., & Tang, J. (2021). Do goodwill impairments affect audit opinions? Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 14, 151-182. doi:10.1016/j.cjar.2021.03.002
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Rubak, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers. *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hellman, N., & Hjelström, T. (2023). The goodwill impairment test under IFRS: Objective, effectiveness and alternative approaches. *Journal of International*

- Accounting, Auditing and Taxation*(52), 1-18.
doi:10.1016/j.intaccudtax.2023.100558
- Henning, S., Lewis, B., & Shaw, W. (2000). Valuation of the Components of Purchased Goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 375-386.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 3-75.
- Hoogervorst, H. (2018, August 29). *News and Events 2018*. Retrieved August 29, 2018, from [www.ifrs.org](https://www.ifrs.org/news-and-events/2018/08/chairmans-speech-japan-and-ifrs-standards/): <https://www.ifrs.org/news-and-events/2018/08/chairmans-speech-japan-and-ifrs-standards/>
- Hughes, S. B., Larson, R. K., Sander, J. F., & Xiques, G. (2017). Difficulties converging US GAAP and IFRS through joint projects: The case of business combinations. *Advances in Accounting*, 1-20. doi:10.1016/j.adiaac.2017.09.001
- IASB. (2015). *Post-implementation Review of IFRS 3 Business Combinations*. IASB Report and Feedback Statement. Retrieved November 2, 2018, from <https://www.ifrs.org/-/media/project/pir-ifrs-3/published-documents/pir-ifrs-3-report-feedback-statement.pdf>
- IASB. (2018, October 22). *News and Events*. Retrieved November 22, 2018, from [www.ifrs.org](https://www.ifrs.org/news-and-events/2018/10/iasb-amends-definition-of-business-in-ifrs-standard-on-business-combinations/): <https://www.ifrs.org/news-and-events/2018/10/iasb-amends-definition-of-business-in-ifrs-standard-on-business-combinations/>
- IASB. (2018, June). Staff Paper on Subsequent accounting for goodwill (FASB/IASB Meeting). *Staff Paper - Goodwill and impairment research project*, 21. The IFRS Foundation. Retrieved November 2, 2018, from <https://www.ifrs.org/-/media/feature/meetings/2018/june/iasb/ap18c-gi.pdf>
- IASB. (2020, mars). Discussion Paper DP/2020/1. *Business Combinations - Disclosures, Goodwill and Impairment*. Retrieved from www.ifrs.org
- IASB. (2020, March 19). *www.ifrs.org*. Retrieved from IFRS Foundation: <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/goodwill-and-impairment/dp-goodwill-and-impairment/#consultation>
- Iatridis, G. E., Pappas, K., & Walker, M. (2022). Narrative disclosure quality and the timeliness of goodwill impairments. *The British Accounting Review*, 54, 1-24. doi:10.1016/j.bar.2021.100978
- IFRS Foundation. (2021, May). AP 18A - IASB Meeting. *Goodwill and Impairment - Overview of the feedback on the Discussion Paper*. Retrieved May 15, 2024, from www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2021/may/iasb/ap18a-overview-of-the-feedback-on-the-discussion-paper.pdf
- Jennings, R., LeClere, M. J., & Thompson, R. B. (2001, October). Goodwill Amortisation and the Usefulness of Earnings. *Financial Analysts Journal*, 57(5), 24-78. Retrieved from <https://dx.doi.org/10.2469/faj.v57.n5.2478>
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R. B., & Duvall, L. (1996, June). The Relation Between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(4), 513-534. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1996.tb01024.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.

- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Ji, X.-D., & Lu, W. (2014). The value relevance and reliability of intangible assets: Evidence from Australia before and after adopting IFRS. *The Asian Review of Accounting*, 22(3), 182-216. doi:10.1108/ARA-10-2013-0064
- Johansson, S.-E., Hjelström, T., & Hellman, N. (2016). Accounting for goodwill under IFRS: A critical analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 27, 13-25. doi:10.1016/j.intaccaudtax.2016.07.001
- Johnson, L. T., & Petrone, K. R. (2000, December 29). Why Did the Board Change Its Mind on Goodwill Amortization? *Viewpoints*. Retrieved from www.fasb.org
- Johnson, L., & Petrone, K. R. (1998). *Is Goodwill an Asset*. Retrieved October 25, 2018
- Johnson, W. B., & Revsine, L. (1988). Financial reporting standards, agency costs, and shareholder intervention. *Journal of Accounting Literature*, 7, 95-124.
- Jubé, S. (2011). *Droit social et Normalisation comptable* (Collection Droit et Economie ed.). L.G.D.J.
- Jubé, S. (2020). Travail et normes comptables internationales: une question de justice sociale. *Revue internationale du Travail*, 159(1), 107-129. Retrieved 5 2024, July
- Kanodia, C., Singh, R., & Spero, A. E. (2005, June). Imprecision in Accounting Measurement: Can It Be Value Enhancing? *Journal of Accounting Research*, 43(3), 487-519. Retrieved December 19, 2018, from <https://www.jstor.org/stable/3542293>
- Kaplan, S. N. (2006). Mergers and acquisitions: A Financial Economics Perspective. *Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Enforcement on January 19, 2006*, (p. 17). Retrieved April 28, 2015, from <https://pdfs.semanticscholar.org/a1de/32e1812d319962e15b0b18816df53180b8f0.pdf>
- Kaplan, S. N. (2006). Mergers and Acquisitions: A Financial Economics Perspective. *Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Endorsement on January 19, 2006*, (p. 17).
- Kaplan, S., & Weisbach, M. (1992). The Success of Acquisitions - Evidence from Divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), 107-138.
- Karoly, A. (2018, Juillet). Le surprenant déclin de la Bourse américaine. (M. Longet, Interviewer) *Swissquote Magazine*.
- Kengelbach, J., Keienburg, G., Schmid, T., Degen, D., & Sievers, S. (2018). *The 2018 M&A Report*. The Boston Consulting Group. The Boston Consulting Group. Retrieved October 3, 2018, from <https://www.bcg.com/publications/2018/synergies-take-center-stage-2018-m-and-a-report.aspx>
- Kim, J., & Halebian, J. F. (2011). When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth pattern and acquisition experience on acquisition premiums. *Administrative Science Quarterly*, 56, 26-60.

- Kimbrough, M. D. (2007, May). Retrieved October 25, 2018, from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.623.9258&rep=rep1&type=pdf>
- Klein, O. (2010, January 18). *Le Blog Note d'Olivier Klein*. Retrieved from www.oklein.fr: <http://www.oklein.fr/levolution-du-principe-et-de-la-pratique-de-la-gouvernance-dentreprise-a-travers-les-differents-ages-du-capitalisme/>
- Knauer, T., & Wöhrmann, A. (2016). Market reaction to goodwill impairments. *The European Accounting Review*, 25(3), 421-449. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1985477>
- Kothari, S., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 246-286. doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.003
- Krishnan, H. A., & Park, D. (2002). The impact of work force reduction on subsequent performance in major mergers and acquisitions: An exploratory study. *Journal of Business Research*, 55, 285-292.
- Krishnan, H. A., Hitt, M. A., & Park, D. (2007). Acquisition Premiums, Subsequent Workforce Reductions and Post-Acquisition Performance. *Journal of Management Studies*, 44(5), 709-732. doi:10.1111/j.1467-6486.2006.00672.x
- Kumari, P., & Mishra, C. S. (2020). Value relevance of aggregated and disaggregated earnings in India: Significance of intangible intensity. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 39, 1-17. doi:<https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100321>
- Kuvandikov, A., Pendleton, A., & Higgins, D. (2014, June). Employment Change after Takeovers: the Role of Executive Ownership. *British Journal of Industrial Relations*, 52(2), 191-236. doi:10.1111/bjir.12012
- Lafond, R., & Roychowdhury, S. (2008, March). Managerial Ownership and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 102-135. doi:10.1111/j.1475-679X.2008.00268.x
- Laghi, E., Mattei, M., & Di Marcantonio, M. (2013). Assessing the value relevance of goodwill impairment considering country-specific factors: evidence from EU listed companies. *International Journal of Economics and Finance*, 5(7), 32-49. doi:10.5539/ijef.v5n7p32
- Landsman, W. R. (2007). Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. *Accounting and Business Research*, 37(1), 19-30. doi:10.1080/00014788.2007.9730081
- Lawrence, A., Sloan, R., & Sun, Y. (2013). Non-discretionary conservatism: Evidence and implications. *Journal of Accounting and Economics*, 56, 112-133. doi:10.1016/j.jacceco.2013.10.005
- Lehto, E., & Böckerman, P. (2008, March). Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68, 112-124. doi:10.1016/j.jebo.2008.03.002
- Leuz, C. (2010, March 30). *Different approaches to corporate reporting regulation: how jurisdictions differ and why*. Chicago Booth Initiative on Global Markets Research Paper No. 53, University of Chicago - Booth School of Business. doi:<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1581472>

- Lev, B., & Gu, F. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. (Wiley, Ed.) Wiley Finance Series.
- Li, K. K., & Sloan, R. G. (2017, January 23). Has goodwill accounting gone bad? *Review of Accounting Studies*, 22(2), 964-1003. Retrieved October 3, 2018, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466271
- Li, Z., Shroff, P. K., & Venkataraman, R. (2010). *Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses*. AAA 2005 FARS Meeting Paper. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.590908>
- Lonergan, W. (2009). Commentary - Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing. *Australian Accounting Review*, 19(4), 340-341. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2009.00070.x>
- Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997, December). Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? . *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790. doi:doi.org/10.2307/2329464 Retrieved December 19, 2018, from www.jstor.org/stable/2329464
- Lys, T., Vincent, L., & Yehuda, N. (2017, December). The nature and implications of acquisition goodwill. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(3), 1-22. doi:[10.1080/16081625.2017.1414615](http://dx.doi.org/10.1080/16081625.2017.1414615)
- Macintosh, J. C. (1999). The issues, effects and consequences of the Berle-Dodd debate, 1931-1932. *Accounting, Organizations and Society*, 24, 139-153.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008, March 5). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20-43. doi:[10.1016/j.jfineco.2007.07.002](http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002)
- Manne, H. G. (1965, April). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120. Retrieved April 13, 2018, from <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28196504%2973%3A2%3C110%3AMATMFC%3E2.0.CO%3B2-3>
- Martinez, J. A., Martinez, D. A., & Lin, H. (2014, September). The value relevance of accounting numbers under International Financial Reporting Standards. *Australian Accounting Review*, 24(3), 199-295. doi:[https://doi.org/10.1111/auar.12043](http://dx.doi.org/10.1111/auar.12043)
- Masters-Stout, B., Costigan, M. L., & Lovata, L. M. (2008). Goodwill impairments and chief executive officer tenure. *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1370-1383. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:crpeac:v:19:y:2008:i:8:p:1370-1383>
- Matessich, R. (2016). *Reality and Accounting* (1st ed.). New York: Routledge.
- Matolcsy, Z., & Wyatt, A. (2006). Capitalized intangibles and financial analysts. *Accounting and Finance*, 46, 457-479. doi:[10.1111/j.1467-629X.2006.00177.x](http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.2006.00177.x)
- Maystadt, P. (2013). *Should IFRS Standards be more "European"? Mission to reinforce the EU's contribution to the development of international accounting standards*. European Commission. Retrieved May 18, 2024, from https://finance.ec.europa.eu/document/download/bc5a3c06-b722-4295-939a-710cf6af2075_en?filename=2013-11-12-maystadt-report_en.pdf&prefLang=bg
- Maystadt, P. (2013). *Should IFRS Standards be more "European"? Mission to reinforce the EU's contribution to the development of international accounting standards*.

- Mazzi, F., Slack, R., & Tsalavoutas, I. (2018). The effect of corruption and culture on mandatory disclosure compliance levels: Goodwill reporting in Europe. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 52-73. doi:10.1016/j.intaccaudtax.2018.06.001
- McAfee, P. R., & McMillan, J. (1987). Auctions and Biddings. *Journal of Economic Literature*, 25(2), 699-738.
- Missonier-Piera, F. (2015). Opting for Swissness in Financial Reporting - Some Preliminary Explanations for the Shift of Accounting Standards among Large Corporations in Switzerland 2007-2013. *Swiss Journal of Business Research and Practice*, 69(2), 222-233. doi:10.5771/0042-059X-2015-2-222
- Mitchell, L. E. (2011). Financialism: A very (brief) history. In C. A. Williams, & P. Zumbansen, *The Embedded Firm: Corporate Governance, Labor and Financial Capitalism* (p. 498). Cambridge University Press.
- Mitchell, M. L., & Lehn, K. (1990). Do Bad Bidders Become Good Targets? *Journal of Political Economy*, 98(2), 372-398. doi:10.1086/26168
- Moehrle, S. R., Reynolds-Moehrle, J. A., & Wallace, J. S. (2001, September). How Informative Are Earnings Numbers that Exclude Goodwill Amortisation? *Accounting Horizons*, 15(3), 243-255. Retrieved from <https://dx.doi.org/10.2308/acch.2001.15.3.243>
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stultz, R. M. (2005, April). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stultz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228. doi:10.1016/j.jfineco.2003.07.002
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.
- Moreillon, S. (2019, Juillet 16). Les conglomérats en quête d'une seconde vie. *Le Temps*. Retrieved Avril 20, 2024, from <https://www.letemps.ch/opinions/conglomerats-quete-dune-seconde-vie>
- Muller, K. A., Neamtiu, M., & Riedl, E. J. (2009). Insider Trading Preceding Goodwill Impairments. 52. Harvard Business School.
- Nobes, C. (2011). IFRS Practices and the Persistence of Accounting System Classification. *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 47(3), 267-283. doi:10.1111/j.1467-6281.2011.00341.x
- O' Shaughnessy, K. C., & Flanagan, D. J. (1998). Determinants of lay-off announcements following M&As: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 989-999.
- Olante, M. E. (2013). Overpaid acquisitions and Goodwill impairment losses - Evidence from the US. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, 243-254. doi:10.1016/j.adiaac.2013.09.010
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42, 241-252. doi:doi:10.1016/j.bar.2010.08.001
- Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2010). *Business Model Generation*. Wiley and Sons.

- Pajunen, K., & Saastamoinen, J. (2013). Do auditors perceive that there exists earnings management in goodwill accounting under IFRS? 28(3), 245-260. doi:10.1108/02686901311304367
- Paugam, L., Astolfi, P., & Ramond, O. (2015). Accounting for business combinations: Do purchase price allocations matter? *J. Account. Public Policy*, 34, 362-391. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.003
- Paul, D. L. (2007, September). Board Composition and Corrective Action: Evidence from Corporate Responses to Bad Acquisition Bids. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 759-783. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/27647319>
- Pechlivanidis, E., Ginoglou, D., & Barmpoutis, P. (2022). Debt crisis, age and value relevance of goodwill: evidence from Greece. *International Journal of Accounting and Information Management*, 30(2), 189-210. doi:10.1108/IJAIM-10-2021-0215
- Penman, S. H. (2009, June). Accounting for Intangible Assets: There is Also an Income Statement. 20. (C. B. School, Ed.) Center for Excellence in Accounting and Security Analysis.
- Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). How Do Firms Implement Impairment Tests of Goodwill? *ABACUS, a Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 46(4), 419-446. doi:10.1111/j.1467-6281.2010.00326.x
- Piombino, L., & Tarca, A. (2014). *Post Implementation Review of IFRS 3, Business Combinations - Academic literature review*. IFRS Foundation, IASB. IFRS Foundation. Retrieved December 26, 2023, from <https://cdn.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2014/september/iasb/ifrs-ic-issues/ap12g-pir-ifrs-3-business-combinations-academic-literature.pdf>
- Porter, M. E. (1987). From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard Business Review*, 65(3), 43-59.
- PricewaterhouseCoopers - PwC. (2011). *Mergers and Acquisitions - a snapshot*. PwC US, Valuation Services & Accounting Advisory Services. PwC.
- PricewaterhouseCoopers - PwC. (2013, August 22). Comment Letter to July 1, 2013 Exposure Draft of a Proposed Accounting Standards Update (ASU), Business Combinations (Topic 805): Accounting for Identifiable Intangible Assets in a Business Combination. Retrieved from www.fasb.org
- PwC PricewaterhouseCoopers. (2024). *SEC comment letters trend*. PwC Viewpoint. Retrieved May 4, 2024, from viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/sec_comment_letters/comment_letter_trends_DM/SEC_comment_letters.html?WT.mc_id=CT2-PL200-DM2-TR1-LS3-SC_XS-TS-CN_TAT-NQOWEEKLYACCOUNTINGNEWS05102024&pwctrackemail=aa8c2782b24c48eb064adaca8a7eedaf7a36063700060ab377b8966e40330
- PwC, P. (2018). *SEC comment letter trends*. PwC Viewpoint. Retrieved May 4, 2024, from <https://www.pwc.com/us/en/cfodirect/publications/sec-comment-letter-trends.html>
- Quiry, P. (2017). Preface. In A. Saada, *Le Goodwill: Finance d'entreprise et modèle IFRS* (2017 ed., p. 464). Paris: CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Quiry, P., & Le Fur, Y. (2017). *Vernimmen - Finance d'entreprise*. Paris: Dalloz.

- Quiry, Pascal; Le Fur, Yann. (2018, Octobre). La Lettre Vernimmen.net. (No. 162). Retrieved from https://www.vernimmen.net/Lire/Lettre_Vernimmen.php
- Ramanna, K. (2008, December 1). The Implications of Unverifiable Fair-Value Accounting: Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting. *Journal of Accounting and Economics*. Retrieved September 16, 2018, from <https://core.ac.uk/download/pdf/22864996.pdf>
- Ramanna, K., & Watts, R. L. (2012). Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 749-780. doi:10.1007/s11142-012-9188-5
- Rappaport, A., & Sirower, M. L. (1999, November). *Harvard Business Review*. Retrieved April 21, 2024, from HBR: <https://hbr.org/1999/11/stock-or-cash-the-trade-offs-for-buyers-and-sellers-in-mergers-and-acquisitions>
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. (T. U. Chicago, Ed.) *The Journal of Business*, 59(No. 2 Part I), 21. Retrieved July 18, 2014
- Saastamoinen, J., Ojala, H., Pajunen, K., & Troberg, P. (2018). Analyst Characteristics and the Level of Critical Perception of Goodwill Accounting. *The Australian Accounting Review*, 28(4), 538-555. doi:10.1111/auar.12208
- Sahut, J.-M., Boulerne, S., & Teulon, F. (2011). Do IFRS provide better information about intangibles in Europe? *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 267-290. doi:10.1108/14757701111155798
- Scott, T. (2019, September 10). *IFRS In Brief*. Retrieved October 24, 2019, from IFRS.org: <https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/09/better-information-about-business-combinations-goodwill-and-impairment-project-update/>
- Scott, W. R. (2014). *Financial Accounting Theory* (7 ed.). (Pearson, Ed.)
- Seetharaman, A., Balachandran, M., & A.S., S. (2004, March). Accounting treatment of goodwill: yesterday, today, and tomorrow: Problems and prospects in the international perspective. *Journal of Intellectual Capital*, 5(1), 131-152.
- Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. (2000). Hearings on Pooling Accounting.
- Shalev, R. (2009). The Information Content of Business Combination Disclosure Level. (A. A. Association, Ed.) *The Accounting Review*, 84(1), 239-270. doi:10.2308/accr.2009.84.1.239
- Shalev, R. (2009). The Information Content of Business Combination Disclosure Level. *The Accounting Review*, 84(1), 239-270. doi:10.2308/accr.2009.84.1.239
- Siggelkow, L., & Zülch, H. (2013). Determinants Of The Write-Off Decision Under IFRS: Evidence From Germany. *International Business and Economics*, 12(7), 737-754.
- Skinner, D. J. (2008). Discussion of "The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting". *Journal of Accounting and Economics*, 45, 282-288. doi:10.1016/j.jacceco.2007.11.005
- Sloan, R. G. (1999). Evaluating the reliability of current value estimates. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 193-200.
- Smith, A., Russell, J., & Tennent, K. (2017, January). *AndrewdSmith files*. Retrieved April 14, 2018, from WordPress:

- <https://andrewdsmith.files.wordpress.com/2017/01/berle-and-meanss-the-modern-corporation-and-private-property-for-upload-jan-2017.pdf>
- Startupticker.ch. (2018). *2018 Swiss Venture Capital Report*. Startupticker.ch in cooperation with SECA (Swiss Private Equity & Corporate Finance Association). Retrieved December 11, 2018
- Su, W. H., & Wells, P. (2015). The association of identifiable intangible assets acquired and recognised in business acquisitions with postacquisition firm performance. *Accounting and Finance*, 55, 1171 - 1199.
- Sun, L., & Zhang, J. H. (2017, March 6). Goodwill Impairment Loss and Bond Credit Rating. *International Journal of Accounting and Information Management*.
- Supiot, A. (2015). *La gouvernance par les nombres* (Collection Poids et mesures du monde ed.). Fayard.
- Supiot, A. (2019). *Le travail n'est pas une marchandise. Leçons de clôture au Collège de France*. Paris: Collège de France.
- Teitelman, R. (2016). *Bloodsport* (First Edition ed.). PublicAffairs.
- The Financial Accounting Foundation. (2013). *Post-Implementation Review Report on FASB Statement No. 141 (revised 2007), Business Combinations*. The Financial Accounting Foundation, Norwalk. Retrieved October 22, 2015, from https://www.accountingfoundation.org/cs/ContentServer?c=Document_C&cid=1176162641881&d=&pagename=Foundation%2FDocument_C%2FDocumentPage
- The Senate Committee of Banking, Housing and Urban Affairs. (2000, March 2). *News from the Senate Banking Committee*. Retrieved August 24, 2018, from https://www.banking.senate.gov/themes/banking/press_archive/prel00/0302pol.htm
- The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. (2000, March 2). *Hathi Trust Catalogue*. Retrieved August 24, 2018, from Hathi Trust Digital Library: <https://catalog.hathitrust.org/Record/010246807/Home>
- The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. (2000, June 14). *News from the Senate Banking Committee*. Retrieved August 24, 2018, from https://www.banking.senate.gov/themes/banking/press_archive/prel00/0614rnd.htm
- The Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. (2000, February 28). *Press Release*. Retrieved August 24, 2018, from The Senate Banking Committee: https://www.banking.senate.gov/themes/banking/press_archive/prel00/0228pol.htm
- The Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. (2000, June 2). *News from the Senate Banking Committee*. Retrieved August 24, 2018, from https://www.banking.senate.gov/themes/banking/press_archive/prel00/0602fsb.htm
- U.S. Securities and Exchange Commission. (n.d.). Financial Reporting Manual. Retrieved September 2, 2019, from <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-8>
- Varaiya, N. P., & Ferris, K. (1987). Overpaying incorporate takeovers: the winner's curse. *Financial Analysts Journal*, 43, 64-70.
- Veltz, P. (2017). *La société hyper-industrielle*. Editions du Seuil.

- Véron, N., Autret, M., & Galichon, A. (2004). *L'information financière en crise: comptabilité et capitalisme*. (S. HUM, Ed.) Paris: Odile Jacob.
- Verriest, A., & Gaeremynck, A. (2009). What determines goodwill impairment. *Review of Business and Economic Literature*, 0(2), 106-128. Retrieved from <https://ideas.repec.org/a/ete/revbec/20090201.html>
- Vincent, L. (1997). The Equity Valuation Implications of the Purchase and Pooling Methods of Accounting. *Journal of Financial Statement Analysis*, 2(4), 5-19.
- Viveret, P. (2013). *Reconsidérer la richesse*. Editions de l'Aube.
- Watts, R. L. (2003, September). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221. doi:<https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.3.207>
- Watts, R. L. (2012, February 28). What has the invisible hand achieved? *Accounting and Business Research*, 51-61. doi:<https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730046>
- Wen, H., & Moehrle, S. (2016, March). Accounting for goodwill: An academic literature review and analysis to inform the debate. *Research in Accounting Regulation*, 28(1), 11-21. doi:<https://doi.org/10.1016/j.racreg.2016.03.002>
- Whitley, R. (2003). How National are Business Systems? The Role of Different State Types and Complementary Institutions in Constructing Homogeneous Systems of Economic Coordination and Control. *National Business Systems in the New Global Context*, (p. 38). Oslo. Retrieved May 25, 2018, from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.132.4381&rep=rep1&type=pdf>
- Xu, W., Anandarajan, A., & Curatola, A. (2011). The value relevance of goodwill impairment. *Research in Accounting Regulation*(23), 145-148. doi:10.1016/j.racreg.2011.06.007
- Yang, S., & Zhu, S. (2023). Motivation of discretionary goodwill impairments. *Research in International Business and Finance*(66), 102-038. doi:10.1016/j.ribaf.2023.102038
- Yehuda, N., Vincent, L., & Lys, T. (2017, December 18). The nature and implications of acquisition goodwill. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. doi:10.1080/16081625.2017.1414615
- Yoo, Y., Lim, J., & Chang, J. (2013, November). Financial Reporting Quality and Acquisition Profitability: Evidence from Korea. *The Journal of Applied Research*, 6, 1737-1750. doi:<http://dx.doi.org/10.19030/jabr.v29i6.8211>
- Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2017). Accounting Discretion and Purchase Price Allocation After Acquisitions. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 241-270. doi:10.1177/01-48558X15598693

Récapitulatif des figures et tableaux (hors études empiriques)

Figure 1 Les opérations de fusions-acquisitions sur la période 2006-2016.....	22
Figure 2 Les opérations de fusions-acquisitions annoncées entre 2015 et 2019, par zone géographique.....	24
Figure 3a Les opérations de fusions-acquisitions sur la période 2017 – 2021 (en volume, exprimé en milliards de dollars U.S)	25
Figure 3b Les opérations de fusions-acquisitions sur la période 2017 – 2021 (en nombre de transactions)	25
Figure 4 Réalité économique des acquisitions d'entreprises et transcription comptable des regroupements d'entreprises : une synthèse	42
Figure 5 Cartographie des types de synergies (<i>synergy map</i>).....	59
Figure 6 De la valeur d'entreprise au prix d'acquisition	62
Figure 7 <i>Core goodwill</i> – <i>goodwill</i> théorique et <i>goodwill</i> comptable	68
Figure 8 Les quatre éléments fondamentaux analysés par Henning <i>et al.</i> (2000)	209

Tableau 1 Les principales sources de synergies attendues d'un regroupement d'entreprises.....	63
Tableau 2 <i>Accounting Standards Updates</i> (“ASU”) publiés entre 2010 et 2017	115
Tableau 3 <i>Accounting Standards Updates</i> (“ASU”) publiés entre 2014 et 2019	117
Tableau 4 Revue post-adoption IFRS 3R : Résumé des principales problématiques abordées	123
Tableau 5 DP/2020/1 : Résumé des opinions préalables exprimées par l'IASB.....	136
Tableau 6 Etat de la recherche : synthèse des principaux articles traitant des dispositions comptables US GAAP et IFRS relatives aux regroupements d'entreprises.....	191

Récapitulatif des figures et tableaux (études empiriques)

Table 1a Echantillon depuis la base de données Datastream (échantillon dit « de masse »)	216
Table 1b Echantillon manuel	217
Table 2a Part (%) du <i>goodwill</i> nouvellement acquis sur le total du bilan (échantillon dit « de masse »)	220
Table 2b Part (%) du <i>goodwill</i> total inscrit à l'actif sur le total du bilan (échantillon dit « de masse »)	221
Table 3 Statistiques descriptives (échantillon dit « de masse »)	221
Table 4 Matrice de corrélation (échantillon dit « de masse »)	222
Table 5 Résultats de l'analyse de régression (échantillon dit « de masse ») – Echantillon COMPLET	223
Table 6 Résultats de l'analyse de régression (échantillon dit « de masse ») – Sous-échantillon IFRS	224
Table 7 Résultats de l'analyse de régression (échantillon dit « de masse ») – Sous-échantillon US GAAP	225
Table 8a Part (%) du <i>goodwill</i> nouvellement acquis sur le total du bilan (échantillon manuel)	226
Table 8b Part (%) du <i>goodwill</i> total inscrit à l'actif sur le total du bilan (échantillon manuel)	227
Table 9 Statistiques descriptives (échantillon manuel)	227
Table 10 Matrice de corrélation (échantillon manuel)	228
Table 11 Résultats de l'analyse de régression (échantillon manuel) – Echantillon COMPLET	229
Table 12 Résultats de l'analyse de régression (échantillon manuel) – Sous-échantillon IFRS	230
Table 13 Résultats de l'analyse de régression (échantillon manuel) – Sous-échantillon US GAAP	230
Graphique 1 Répartition dans l'échantillon manuel entre <i>goodwill</i> présenté au bilan IFRS sur une rubrique spécifique (<i>goodwill</i> en lecture directe) et <i>goodwill</i> présenté sur la même ligne que les autres actifs incorporels	232
Table 14 Valeur comptable du <i>goodwill</i> en pourcentage de la valeur comptable, en date d'arrêté, des autres actifs immobilisés - Sous-échantillon manuel IFRS	233
Table 15 Part (%) des observations présentant le <i>goodwill</i> de manière agrégée selon le degré de pertinence appliqué (50%, 30% ou 20%) – Sous-échantillon manuel IFRS	233
Table 16 Statistiques descriptives comparées	235
Table 17 Résultats comparés de l'analyse de régression	236
Table I Sélection de l'échantillon	262
Table II Statistiques descriptives	264
Table III Matrices de corrélation	266
Table IV Résultats de l'analyse de régression – Echantillon COMPLET	267
Table V Résultats de l'analyse de régression – Sous-échantillon IFRS	271
Table VI Résultats de l'analyse de régression – Sous-échantillon US GAAP	271