

Par Pierre Astolfi, Luc Paugam et Olivier Ramond, chercheurs
à DRM-Finance, université Paris-Dauphine

«Les analystes financiers s'intéressent-ils à la qualité de l'information liée aux regroupements d'entreprises ?»

L'affectation du prix d'acquisition sur la juste valeur nette des actifs de la société cible est soumise à un fort degré de subjectivité de la part du préparateur des comptes.

Depuis 2005, en Europe, et 2001 aux Etats-Unis, les sociétés cotées sont astreintes à l'occasion des opérations de regroupement d'entreprises (par exemple fusions-acquisitions, apport partiel d'actifs, achat de titres de participation) à un exercice de style bien singulier en matière de reporting financier : l'affectation du prix d'acquisition.

Selon la norme américaine FAS 141R et internationale IFRS 3R, l'affectation du prix d'acquisition consiste, pour la société initiatrice de l'opération, (1) en la rationalisation ex-post du prix d'acquisition de la société cible, au regard de la juste valeur de ses actifs et passifs ; (2) en sa publication dans la section «Affectation du prix d'acquisition» (purchase price allocation ou PPA) du rapport annuel ou intermédiaire.

Une hétérogénéité avérée des divulgations en matière de PPA

L'application pratique de ce cadre normatif confère une discrétion importante aux managers tant en termes des éléments précis caractérisant l'acquisition (exemples : méthodes de paiement, détails des actifs corporels et incorporels acquis, passifs contingents, techniques de valorisation), qu'en termes de timing de divulgation de ces diverses informations – le temps écoulé entre la réalisation de l'acquisition et la divulgation de l'affectation du prix d'acquisition. A titre d'exemple, les études empiriques soulignent que la taille de l'acquisition n'emporte pas un détail d'informations plus important, comme l'illustre l'achat de la société Structural Dynamic Research Group, en 2001, par la société EDS Inc. pour un montant de 840 millions de dollars, ou encore la prise de contrôle d'IBM sur Candle Inc. en 2001 pour 431 millions de dollars. L'affectation du prix d'acquisition sur la juste valeur nette des actifs de la société cible est ainsi soumise à un fort degré de subjectivité de la part du préparateur des comptes dans un contexte d'asymétrie d'information généralement élevé. La valorisation des actifs incorporels, des frais de R&D en cours,

l'allocation du goodwill sur les différentes unités de reporting sont autant d'éléments qui laissent au préparateur des comptes une marge de manœuvre discrétionnaire importante en raison de la faible vérifiabilité de leurs valorisations.

Les analystes et le marché intègrent-ils l'information liée au PPA ?

Cette divulgation d'information entraîne potentiellement des conséquences économiques majeures sur les marchés financiers concernant la prévision des cash-flows de la société initiatrice, l'estimation du risque de son projet et donc sa valorisation. Elle pose ainsi avec acuité la place réservée par les analystes financiers, et les opérateurs de marché en général, dans leurs prévisions, à la qualité de l'information liée au PPA.

Une étude empirique récente, sur un échantillon d'environ 250 regroupements américains observés au cours de la période 2002-2009, indiquent que la qualité du PPA, mesurée à partir de la proportion de goodwill inexplicite¹ reconnue à l'issue de l'affectation du prix d'acquisition, n'impacte pas de manière significative les prévisions des analystes financiers. En revanche, selon cette même étude, fonder une stratégie de constitution de portefeuille sur la qualité de l'affectation du prix d'acquisition permettrait de réaliser une stratégie d'arbitrage produisant des rentabilités anormales positives. Ainsi, en vendant à terme des portefeuilles composés de sociétés ayant réalisé de mauvaises affectations du prix d'acquisition, d'une part, et en achetant des sociétés ayant réalisé les affectations du prix de « meilleure qualité », d'autre part, ces résultats indiquent qu'il serait, en moyenne, possible de générer 6,94% de rentabilité anormale sur les 50 jours (soit 34,7% annualisé) après publication de l'affectation du prix d'acquisition.

Une méfiance systématique des analystes et du marché vis-à-vis d'une information potentiellement manipulée, pourrait expliquer que celle-ci ne semble pas encore avoir trouvé preneur. ■

L'application pratique du cadre normatif confère une discrétion importante aux managers

1. Sur la base d'un modèle statistique, la proportion de goodwill inexplicite est calculée, à partir de variables explicatives (par exemple : secteur, performance de la cible, année, risque, ratio market-to-book).