

directement le revenu, partagent la définition que l'Efrag en donne et considèrent pour la plupart l'approche D comme la plus pertinente. Néanmoins, les travaux de l'Efrag sont à ce jour incomplets. En particulier subsistent la question de la reconnaissance de l'actif contractuel au bilan et celle de la définition d'un contrat engageant.

POUR CONCLURE

La reconnaissance des revenus est un sujet fondamental pour les entreprises car le revenu est un indicateur essentiel de l'activité et de la performance qui est utilisé tant en interne que pour la communication externe. Un modèle comptable dans lequel les entreprises ne se reconnaissent pas est à la fois dangereux, car on peut imaginer une déconnexion totale entre le reporting externe et le reporting interne, et coûteux, car on sait que la reconnaissance du revenu est très souvent connectée à des systèmes (type ERP) de facturation ou de suivi de l'activité.

Nous encourageons les entreprises à rester mobilisées, et à surveiller et participer aux travaux de l'IASB afin de faire entendre leur point de vue, quitte à passer aux yeux des « visionnaires » pour des « dinosaures ». ■

(1) Respectivement 1982 et 1978.

(2) Cf bulletin APDC 44 p. 24, l'article sur l'interprétation des IFRS.

(3) European Financial Reporting Advisory Group in co-operation with the German Accounting Standards Committee DRSC.

(4) « In order to tackle the revenue recognition project. The final output will be a paper reflecting European views on revenue recognition, which is hoped to feed into the IASB/FASB process on developing a new standard on the topic. »

(5) Par convention «+» = débit; «-» = crédit.

(6) Mammifère australien de l'ordre des marsupiaux dont les membres postérieurs très développés lui permettent de se déplacer par bonds.

Les programmes de rachat d'actions sont-ils durables ?

Les programmes de rachat d'actions ont atteint des sommes considérables en 2007. S'ils sont créateurs de valeur boursière à court terme, la question de leur pertinence à long terme est posée.

Ces propos n'engagent que l'auteur et ne sauraient représenter l'opinion de son groupe, de ses dirigeants, mandataires sociaux ou employés.

au troisième trimestre 2007, les programmes de rachat d'actions aux États-Unis ont porté sur un montant cumulé de près de 158 milliards de dollars, pour une capitalisation totale de 14 000 milliards en octobre 2007⁽¹⁾. Sur la période 2005-2007, le montant des rachats d'action culmine à 1 100 milliards de dollars, à comparer aux 594 milliards de dividendes versés⁽²⁾. À la bourse d'Amsterdam, en 2007, ils ont réduit la capitalisation boursière de 10 à 15 %⁽³⁾. À court terme, le programme de rachat d'actions est créateur de valeur boursière. En effet, sans changer la valeur comptable de

l'entreprise, le rachat et l'annulation d'actions permettent d'obtenir une valeur de la part, c'est-à-dire d'une action, plus importante, puisque le nombre de parts est moindre. Ainsi, en novembre 2007, le cours de Cisco a gagné 2,18 % en une séance lors de l'annonce d'un rachat d'actions portant sur 6 milliards de dollars. À long terme, la question de la pertinence de ces stratégies financières est posée. Une étude de Standard & Poors publiée en 2007⁽⁴⁾ montre qu'un quart seulement des 423 valeurs du S&P 500 étudiées a surperformé le marché dans les trois à six mois suivant l'annonce. L'impact est donc négatif sur la performance boursière.

L'impact est potentiellement négatif pour les actionnaires. Au-delà de l'avantage fiscal attendu, le programme de rachat d'actions déséquilibre la relation entre actionnaire et managers. Certes, il a été voté par les actionnaires en assemblée générale. Mais ceux-ci contrôlent rarement les montants ou les prix proposés par les dirigeants. En revanche, les dirigeants peuvent décider d'un programme de rachat d'actions et simultanément de lever leurs options. Le rachat d'actions masque alors la création d'actions. Ainsi, Merrill Lynch a procédé à plus de 14 milliards de dollars de rachats de décembre 2003 à octobre 2007, soit plus de 140 millions d'actions annulées. Or le nombre d'actions est resté quasiment inchangé, passant de 975 à 968 millions sur la même période. Il y a donc eu création d'actions au bénéfice des managers. Une telle politique peut conduire au manque de capitaux propres, en cas de difficultés, et à la perte de contrôle de l'entreprise par les anciens actionnaires. Merrill Lynch ▶

Dans les prochaines années, l'enjeu sera de mettre l'accent sur les aspects statistiques et financiers de longs termes. Les équipes ISR ont un rôle à jouer.



GRÉGORY SCHNEIDER-MAUNOURY, RESPONSABLE DU PÔLE ISR CHEZ INTER EXPANSION depuis janvier 2008. Il a publié différentes études sur l'ISR, dont « Finance et développement durable », in *Développement durable au cœur de l'entreprise*, éditions Dunod, 2006.

► a ainsi fait appel fin 2007 à un fonds singapourien, pour compenser la perte en capital engendrée par les 7,9 milliards de dollars de pertes liées aux « subprime », bien inférieurs aux montants des rachats d'actions.

L'impact est aussi potentiellement négatif pour l'entreprise, car il renchérit le capital emprunté. La réduction des fonds propres entraîne la hausse du ratio (endettement/fonds propres) et accroît le risque d'un tel endettement, et donc *in fine* son coût. Pour compenser la baisse des fonds propres, l'entreprise doit aussi réduire son endettement. En conséquence, une entreprise qui réduirait ainsi ses ressources serait sans possibilité de développement, notamment pour une acquisition, financée par dette ou par échange d'actions. Ainsi, le marché s'est interrogé sur les annonces de rachat d'actions supplémentaires de Cisco fin 2007, à un cours au plus haut depuis cinq ans, alors que Cisco était plutôt attendu sur des acquisitions ou un programme de développement et d'investissement.

Avant de conclure, on peut aborder deux cas spécifiques de rachat d'actions. D'abord, le rachat d'actions permet de constituer un autocontrôle important. Les rachats de Danone (500 millions d'euros en 2007) ont renforcé l'autocontrôle, qui représente 7,5 % du capital. Ensuite, le rachat d'actions peut être justifié dans des reconfigurations d'entreprise (cession d'activités anciennes et redéploiement vers des marchés et des activités moins consommateurs en capital). Les rachats d'action d'Unile-

ver (1,5 milliard d'euros en 2007) accompagnent l'orientation de l'entreprise vers les marchés émergents (*bottom of the pyramid markets*), à plus faible marge, à fort potentiel de croissance et beaucoup moins consommateurs en capital.

En conclusion, le programme de rachat d'actions pourrait, dans les prochaines années, être interprété de plus en plus comme une faiblesse managériale par le marché, à moins d'être intégré dans un plan stratégique et financier de longue période. Les équipes ISR pourraient renforcer cette prise de conscience en intégrant systématiquement la question dans leurs analyses et dans la politique de vote, dont elles ont souvent la responsabilité. ■

(1) http://seekingalpha.com/article/49505-buybacks-a-wolf-in-sheep-s-clothing?source=d_email repris dans : <http://www.nakedcapitalism.com/2007/10/companies-that-make-buybacks-lag-market.html>.

(2) Id.

(3) Cheuvreux, *Top Picks Benelux 2008, January*.

(4) Reprise dans *La Tribune du 23 novembre 2007*.

BRUNO BEAUVOIS EST NOMMÉ SECRÉTAIRE GÉNÉRAL ADJOINT DE LA SFAF



Depuis le 1^{er} mars dernier, Bruno Beauvois exerce la fonction de Secrétaire Général adjoint de la SFAF.

Analyste financier depuis 1987 et membre de l'association depuis 1988, Bruno Beauvois a rejoint l'équipe permanente de la SFAF en 2003 pour prendre en charge la direction des Relations avec les émetteurs et occuper la fonction de rédacteur en chef de la revue *Analyse Financière*. Il gère les groupes sectoriels et diverses commissions de l'association telles que les commissions Évaluation, Comptabilité, Développement durable, International, Valeurs moyennes, Relations avec les émetteurs...

Au-delà de ces fonctions, il assume désormais le développement de la SFAF ainsi que les relations avec les représentants de la place financière de Paris et avec les différentes associations financières professionnelles.

Parfaitement conscient de la spécificité de la mission associative de la SFAF, il continuera à maintenir et à développer les synergies entre les analystes, les gérants, les experts et l'ensemble des professionnels qui participent à la diversité des métiers représentés au sein de la SFAF, tout en s'attachant à la défense du rayonnement, de l'image et des intérêts de l'association.

Le Conseil d'Administration de la SFAF