

► La ville est très bien placée pour assurer sa place dans le peloton de tête des places financières européennes

A Zurich, la matière grise attire la matière grise

Il faut continuer à miser sur la valeur ajoutée et renoncer à créer des obstacles législatifs, fiscaux ou bureaucratiques pénalisant l'activité.



Clemens Hoegl*



Au cours des dernières années, la place financière zurichoise n'a cessé d'occuper un rang enviable dans le monde, mais elle a vu sa position se détériorer quelque peu par rapport à la concurrence que constituent d'autres grands centres financiers. Une partie considérable des opérations bancaires d'investissement a été transférée vers les pôles que sont Londres et Francfort.

Par ailleurs, d'autres places financières spécialisées se sont mieux développées ou établies sur le plan international. Luxembourg s'est ainsi fait un nom dans les fonds de placement et les activités annexes liées (administration et back office). Dublin s'est de son côté concentrée sur les «special purpose vehicles». En comparaison, l'espace économique zurichois a comme caractéristique d'offrir un éventail complet de services financiers et bancaires.

Des péripéties qui ont terni l'image de Zurich

Finalement, on ne saurait passer sous silence quelques péripéties qui ont sérieusement ébranlé plusieurs fleurons de l'économie helvétique domiciliés à Zurich et n'ont rien fait pour son image: c'est ainsi que, comme grisés par une euphorie plus ou moins collective au cours de la seconde moitié des années 90, quelques PDG se sont lancés dans une politique très expansionniste. Plus récemment, d'autres gestionnaires ont commis ce qu'il est convenu d'appeler pudiquement des erreurs stratégiques, humaines ou

comptables. La contraction économique qui sévit depuis quelques années n'a fait qu'alourdir l'addition, le tout se soldant par une évolution désastreuse des affaires qui a précipité quelques grands noms du cru dans une crise alarmante.

La plupart des difficultés n'ont pas leur origine à l'étranger

Cela fait quelques années que l'on assiste à une spécialisation quasiment généralisée des places financières. Le regroupement de l'investment banking dans d'autres centres, au détriment de Zurich, en a été une conséquence, partiellement due à la globalisation de nombreuses entreprises. En l'occurrence, il s'agit de modifications structurelles du marché intervenues en Europe et non d'erreurs commises sur place. Même dans les meilleures circonstances, cette évolution aurait été inéluctable.

Quant aux «incidents de parcours» qu'ont subis certaines entreprises en vue, elles n'ont fait qu'annihiler une part importante de leur valeur boursière et nombre d'emplois, mais n'ont pas causé le départ d'entreprises ou d'activités vers d'autres horizons. Les maisons affectées ont réagi – parfois avec décalage – et se sont séparées des dirigeants jugés fautifs et ont pris des mesures d'assainissement. L'avenir nous dira si ces dernières seront couronnées de succès ou non.

Dans le sillage de ces crises et de la perte de confiance en la place financière zurichoise qui pourrait en résulter, on a parlé de difficultés importées et préché un retour aux vertus helvétiques traditionnelles. Une analyse approfondie révèle toutefois que la plupart des difficultés n'ont pas leur origine à l'étranger.

Par contre, il n'y a rien à redire de l'éthique propagée par la pensée calviniste et son équivalent allemandique, le zwinglianisme, qui sont à l'origine de la fondation et du développement des deux grandes places financières suisses que sont Zurich et Genève. Il suffit de ne pas l'interpréter comme un re-

pli, mais de se rappeler que le travail sérieux, la fiabilité, la solidité, l'efficacité au service de la clientèle et la capacité de réflexion à long terme constituent une excellente base, tant qu'on n'omet pas un des ingrédients indispensables au succès: la vocation novatrice qui n'a pas fait défaut par le passé.

Une si longue expérience internationale

La place financière suisse en général et ses deux piliers en particulier que sont Zurich et Genève – avec leur tradition, leur culture bancaire et leur tissu financier remarquables – possèdent toujours les avantages qui en ont fait un centre mondial de la gestion de

ment la majorité des opérations bancaires d'affaires et de détail du pays.

Esprit cosmopolite, polyglotte et ouvert sur le monde

A part l'infrastructure, le positionnement d'une place financière dépend de l'environnement législatif et humain. La législation, la fiscalité, de même que la politique menée par les autorités locales et cantonales zurichoises sont favorables au développement économique et à la venue de nouvelles entreprises, et cela sous l'influence de plusieurs organismes publics ou privés agissant en faveur du progrès économique de la région.

En ce qui concerne le capital hu-

main – un facteur dont on ne saurait sous-estimer l'importance – la ville reste un centre d'activité intellectuelle comptant un nombre inégalé de lauréats du Prix Nobel par habitant. Le réservoir de savoir-faire est alimenté par une université, une Ecole polytechnique fédérale, les grandes écoles de la région ainsi que l'Ecole d'études économiques supérieures (HSG) de Saint-Gall.

Trois fois plus de valeur ajoutée que la moyenne nationale

Pour s'affirmer dans le concert international, Zurich, tout comme ses concurrents, devra améliorer sa productivité – ce qui passera par des économies d'échelle – et réduire ou abandonner quelques opérations peu rentables ou déficitaires. Dans le cadre de la spécialisation générale et conformément à l'esprit d'innovation, la priorité ira au développement d'opérations, de services et de produits financiers à valeur ajoutée élevée. Ceux-ci font appel à de la main-d'oeuvre hautement qualifiée capable d'élaborer les solutions sur mesure les plus perfectionnées – un peu comme la branche de l'industrie horlogère qui, au lieu de la production de série, s'est spécialisée dans la fabrication de chronomètres de luxe, de pièces uniques destinées aux collectionneurs ou d'exemplaires manufacturés sur commande.

La valeur ajoutée brute du secteur bancaire est de l'ordre de 350.000 francs annuels par employé, ce qui représente le triple de la moyenne nationale. Pour des prestations sophistiquées, le chiffre se situe nettement au-delà. En outre, ces dernières ne se limitent pas forcément au secteur bancaire ou financier pur, mais peuvent s'étendre à ou incorporer, par exemple, des solutions informatiques ou fiduciaires personnalisées haut de gamme et/ou d'avant-garde.

Ayant inauguré un système informatique entièrement intégré de négoce, de clearing et de règlement unique au monde, la Bourse suisse SWX a montré la

voie. Sa technologie novatrice et parfaitement au point lui assure la position de leader européen dans le négoce de warrants. Quelques-uns des principaux «global players» ont recouru à ses services axés sur la clientèle.

Un «virtuous circle», selon les Anglo-Saxons

La réorientation vers une forte valeur ajoutée implique qu'il faut faire venir de l'extérieur sur les rives de la Limmat les meilleurs experts économiques, financiers, scientifiques et autres. En général, cela a aussi pour effet d'engendrer ce que les Anglo-Saxons nomment un «virtuous circle» qui est, en quelque sorte, l'inverse d'un cercle vicieux: des défis et des offres d'emplois intéressants font venir des gens intéressants qui, à leur tour, créent des emplois intéressants. En d'autres termes, la matière grise attire la matière grise.

Zurich dispose d'atouts en nombre suffisant pour inciter ces gens à venir: les nouveaux venus et leurs familles apprécient la beauté naturelle du site avec son lac et son panorama montagneux spectaculaire, la richesse de l'activité culturelle, la sécurité, la diversité des sports praticables dans les environs, le fonctionnement exemplaire des transports publics, la voirie propre et bien entretenue, les possibilités quasiment illimitées de shopping, la présence d'écoles nationales et internationales. En un mot comme en cent, la qualité de la vie.

En bref, la métropole suisse allemandique est très bien placée pour assurer sa place dans le peloton de tête des places financières européennes, tant qu'elle misera sur la valeur ajoutée et renoncera à créer des obstacles législatifs, fiscaux ou bureaucratiques pénalisant indûment certaines activités, en interdisant d'autres ou empêchant des entreprises ou des cadres étrangers de venir s'y établir ●

* Responsable du service financier au sein d'Egon Zehnder International (EZI) en Suisse.

«Des défis et des offres d'emplois intéressants font venir des gens intéressants qui, à leur tour, créent des emplois intéressants.»

fortunes. Rappelons que les banques suisses gèrent quelque 3000 milliards de francs d'actifs privés et institutionnels.

Bénéficiant de la neutralité et de la stabilité politique et monétaire ainsi que d'une situation géographique au coeur d'un marché comptant près de 400 millions d'habitants, elle dispose toujours d'une infrastructure exemplaire, occupant une position cruciale au sein d'un réseau aérien, routier, ferroviaire et de télécommunications que bien des pays lui envient.

La région zurichoise demeure le moteur et la capitale boursière de la Suisse avec une haute densité de compétences et de savoir-faire, une longue expérience internationale. Zoug, Baar et Pfäffikon contribuent à en faire un centre important de négoce et de gestion alternative de patrimoine sous forme de hedge funds et de private equity. De tous grands noms de l'assurance et de la réassurance sont implantés dans l'agglomération, qui assurent égale-

ment la majorité des opérations bancaires d'affaires et de détail du pays. Esprit cosmopolite, polyglotte et ouvert sur le monde. A part l'infrastructure, le positionnement d'une place financière dépend de l'environnement législatif et humain. La législation, la fiscalité, de même que la politique menée par les autorités locales et cantonales zurichoises sont favorables au développement économique et à la venue de nouvelles entreprises, et cela sous l'influence de plusieurs organismes publics ou privés agissant en faveur du progrès économique de la région. En ce qui concerne le capital hu-

FORMATION

FINANCES

► Les IPO sont intéressantes à court terme. Est-ce dû à un marché trop optimiste ou à une mauvaise évaluation?

L'évaluation d'entreprises et les introductions en Bourse

Acheter le jour même de l'entrée en Bourse d'une société constitue une bonne affaire. Surtout quand on revend le lendemain.

P.-A. Dumont*

La vague de désintermédiation financière associée au puissant mouvement de recentrage des activités sur leurs métiers de base par de nombreuses entreprises et à l'outsourcing ont conduit ces quinze dernières années à de très nombreuses, et souvent volumineuses, mises sur le marché. Cela a pu procéder de scissions d'entreprises (Clariant par Sandoz, CSC par Ciba-Geigy, Givaudan par Roche, Syngenta par Novartis et AstraZeneca entre autres), de privatisations

partielle (Swisscom par les PTT) ou du retrait des venture capitalists (Actelion) ou de la famille (Voegelé).

Un travail de recherche mené à HEC Genève (1) montre que le marché suisse a connu deux périodes d'activité très intense en cette matière: entre 1985 et 1987, on a compté 68 mises sur le marché et, entre 1997 et 2000, on a pu en recenser 63; de 1962 à 2002, il a été enregistré 216 entrées en Bourse. Comme tous les travaux publiés sur le sujet, cette recherche genevoise montre que les actions sont introduites en Bourse à un prix

largement sous-évalué: -34% en moyenne sur la période de 1985 à 2003. Cela signifie que l'opérateur qui achète le titre le jour de son entrée en Bourse et qui le revend le lendemain réalise en moyenne une plus-value de 34% en un jour!

Sous-évaluation ou carrément prix d'appel?

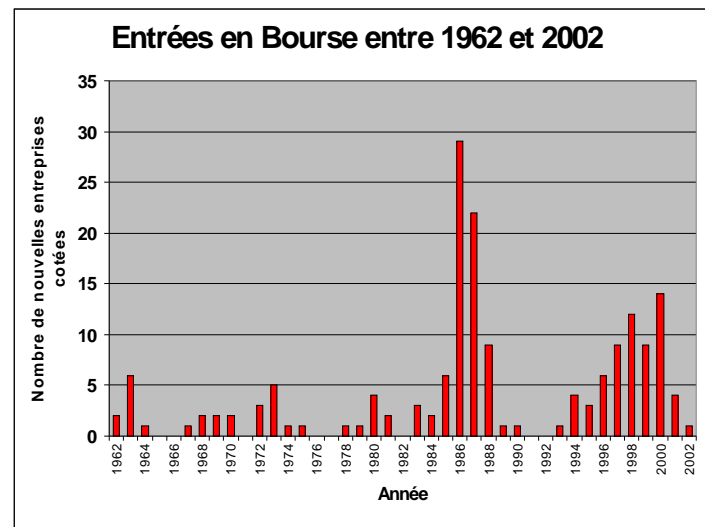
Inutile de dire que de pareilles constatations choquent la communauté scientifique: comment en effet expliquer une telle sous-évaluation? Les réponses actuellement apportées ne sont pas tranchées. On évoque un phénomène d'élasticité-prix (lié inévitablement à toute transaction portant sur de très gros blocs d'actions), on met en avant la volonté de l'entreprise de signaler au marché qu'elle est sous-évaluée, on suggère qu'il s'agit d'une sorte de prix d'appel, on invoque les anticipations très hétérogènes des opérateurs. Si on considère maintenant les effets à long terme (dans la règle, trois ans après l'introduction sur le marché), les résultats sont plus hétérogènes: on enregistre généralement une sous-performance

relative aux Etats-Unis, alors que la situation est très contrastée en Suisse, sans que l'on puisse isoler un ou plusieurs facteurs explicatifs.

Les méthodes d'évaluation mises en question

Un point reste de toute évidence crucial: la méthode d'évaluation utilisée par les différents acteurs avant la mise effective sur le marché. Le résultat qu'elle fournit constitue la meilleure estimation possible de la valeur de l'entreprise avant que le marché ne délivre son verdict.

Il existe une multitude d'approches possibles pour évaluer une entreprise, lesquelles, à première vue, semblent toutes originales et très spécifiques. L'une d'entre elles (EVA™) est même une marque déposée! En réalité, il n'en est rien: la théorie a montré que ces diverses méthodes sont en fait parfaitement identiques sur le fond, et qu'elles devraient donc toutes conduire au même résultat. Pour qu'il en soit ainsi, il suffit de rester cohérent tout au long de la démarche. C'est très vite dit mais sensiblement moins facile à assurer.



En effet, une valeur n'est toujours que l'actualisation d'une série de flux futurs à un taux approprié, et l'impératif absolu de cohérence consiste à actualiser le bon flux au bon taux.

En termes concrets, cela revient d'une part à déterminer si l'existence d'une dette influence la valeur de l'entreprise, d'autre part à mesurer le plus exactement possible la prime de risque à incorporer dans ce fameux bon taux d'actualisation. Les réponses

que la théorie apporte doivent être passées au crible de la pratique professionnelle de haut niveau pour devenir concrètement applicables, mais elles assurent la cohérence indispensable de toute la démarche ●

* Professeur à HEC, Genève. (1) Cavaleri B., «Performance des introductions en Bourse suisse», mémoire de DEA en économie et finance. HEC Genève, mars 2003.

Une formation unique en son genre

Les diverses méthodes d'évaluation d'entreprise font l'objet du module 4 du «Certificat de formation continue en finance d'entreprise contemporaine» de l'Université de Genève. Cette formation, unique en Suisse, couvre les aspects fondamentaux ainsi que les développements récents de la finance d'entreprise. Les thèmes abordés vont de l'analyse financière classique aux problèmes de gouvernance d'entreprise. Pour toute information complémentaire, contacter Mme M. Weatherby, HEC Genève, Uni Mail, 40, Bd du Pont-d'Arve, 1211 Genève 4, tél. 022-705 81 05 ou consultez le site Internet à l'adresse <http://www.finance-entreprise.unige.ch/>