

COMPÉTITIVITÉ

► Par comparaison avec Londres ou New York, on ne devrait pas parler de Zurich, mais de place financière suisse

Zurich constitue le «Vorort» de la place financière suisse

Savoir si la Suisse réussira à établir un ordre juridique et une surveillance bancaire de telle façon qu'elle ne soit pas désavantagée est décisif.



Dieter Sigrist*



Celui qui évoque Zurich pense soit à la plus grande ville suisse, soit au plus grand pôle d'attraction, soit encore à un poids économique particulièrement important.

Tout naturellement, la définition de ce que devrait comporter Zurich reste floue. Ici en Suisse, il ne viendrait pas à l'esprit d'un banquier de Winterthur d'insister sur le fait qu'il fait partie de la place financière de Zurich. A l'étranger, en revanche, il ne manquerait pas de le faire, s'il était invité à préciser l'appartenance à une place financière. Pour les Genevois également, une banque ou une compagnie d'assurance à Winterthur (ou dans le canton de Schwytz) ne devrait pas hésiter à déclarer son appartenance à la place de Zurich. Par comparaison avec Londres ou New York, on ne devrait pas parler de Zurich, mais de place financière suisse. Et pourtant, la place financière de Zurich n'est pas la place suisse et vice-versa.

La plupart des pays industrialisés ont toujours et encore une ville qui sert de centre économique et par là même de centre financier, telle Paris en France, Francfort en Allemagne, Milan en Italie et justement Zurich, en

Suisse. L'habitant moyen peut réaliser partout ses affaires bancaires. Mais les transactions complexes sur le marché des capitaux ne sont possibles que dans les centres, qui seuls disposent des spécialistes nécessaires pour de telles opérations et qui seuls développent un marché du travail approprié.

Deux fois plus d'emplois que la moyenne nationale

Au XIXe siècle, Zurich n'était pas encore la première place de Suisse, rang qu'elle n'a obtenu que dans le courant du XXe siècle. Aujourd'hui, le secteur financier du canton de Zurich offre deux fois plus de places de travail que la moyenne nationale (qui est d'environ 11%). 30% de la valeur ajoutée brute proviennent des employés de ce secteur, soit deux fois plus que dans les autres régions du pays. Des chiffres qui à eux seuls montrent le poids des banques et assurances pour le canton de Zurich et les régions limitrophes.

Il est tout à fait normal que les impulsions proviennent d'une certaine concentration. On en trouve des illustrations claires à Zurich: au cours du XXe siècle, la Bourse de Zurich s'est développée comme la plus importante de Suisse. Ce n'est pas étonnant que lors de l'électronisation de la Bourse, à laquelle les participants peuvent traiter de manière indépendante quel que soit le lieu, Zurich se soit imposé comme siège de la nouvelle entité.

Parallèlement, le développement de la région zurichoise en une agglomération industrielle et économique a généré de nouveaux besoins financiers. Comment s'étonner aussi que jus-

qu'en dans les années 1980, la fixation cartellaire des lignes de crédits, en règle pour l'ensemble du pays, ne fut pas réglée par une organisation nationale mais par l'Association des établissements de crédit zurichois (VZK)?

Le rôle central du VZK

La portée de la place de Zurich est particulière comme partenaire social des banques. En 1918, suite à une grève d'employés de banque et à la pression des autorités zurichoises, le VZK a cédé et est parvenu à un accord sur les conditions de travail. Pour le VZK, ce fut une étape cruciale de son développement. Depuis, il mène de concert avec d'autres associations de la place suisse des négociations avec l'Association suisse du personnel de banque (SBPV) qui portent sur les conditions de travail auprès des banques. Plus tard, l'Association suisse des employés de commerce (KV Suisse) s'est également jointe à ces efforts. Avec comme résultat la naissance d'un «ordre de rémunération et de services unique», la «ED+BO». Pour de nombreuses générations d'employés de banque, cette dernière ainsi que le VZK ont servi de référence et de locomotive du partenariat social, pas seulement sur la place de Zurich mais sur l'ensemble du pays. Les pourparlers sur les salaires en milieu bancaire, sous la houlette du VZK, ont eux aussi revêtu une grande importance pour la Suisse. Pendant des décennies, ils ont constitué un intérêt particulier pour le secteur public et d'autres secteurs d'activité.

En 1990, l'«Accord sur les conditions de travail des employés de banque» (VAB) a remplacé la «ED+BO». Depuis, du côté des

banques, les associations de la place continuent de se manifester, bien que plutôt sous la houlette de l'Organisation des employeurs de banques en Suisse, qui reste chapeautée par le VZK.

Des prestations qui dépassent le cadre juridique

Ce partenariat social a fait ses preuves. D'une part, le secteur bancaire jouit d'une paix sociale durable. Pour les affaires bancaires, c'est une partie capitale de la stabilité politique à l'interne. D'autre part, les conditions de travail auprès des banques sont parmi les meilleures du pays. On a pu agir dans le même sens au niveau des changements structurels importants du secteur, en les rendant acceptables d'un point de vue social, grâce aux relations fonctionnelles des partenaires sociaux tant sur le plan sectoriel que sur celui de l'entreprise. Les prestations offertes dans le cadre d'accords sur les mesures à prendre en cas de contraction de personnel dépassent largement celles régies par le Code des obligations ou autres mesures imposées par le droit du travail.

Le devoir le plus important du VZK consiste aujourd'hui principalement en la représentation des intérêts des employeurs sur l'ensemble du secteur par rapport aux employés de ce même secteur. Cette expansion des activités du local au national – ou le changement de nom – montre l'importance relative du concept de place financière.

Ce n'est plus la ville de Zurich, sa politique cantonale ou son droit cantonal qui est déterminant pour l'avenir de la place financière de Zurich. Encore que

la politique des transports ait parfois dressé des obstacles. Ainsi, il y a à peine 20 ans, un parlementaire local a voulu interdire en vieille ville l'agencement de bureaux bancaires au rez-de-chaussée de plusieurs immeubles. Motif: il y aurait trop d'établissements financiers. Fort heureusement, il n'est pas parvenu à attirer une majorité de voix. (L'ironie du sort veut que le même homme a peu après exigé des autorités communales l'implantation d'une banque dans le quartier, suite à la fermeture du dernier guichet bancaire pour cause de manque de fréquentation.) Aujourd'hui, les autorités de la ville et du canton sont conscientes de la signification de leur place financière et ne mettent aucun bâton dans les roues des établissements bancaires.

Priorité à une solution pour l'aéroport de Zurich

Malgré internet, les banques doivent garantir un accès facile à leurs clients et collaborateurs. Si les instances communales et cantonales ne réussissent pas à assurer l'adaptation de l'infrastructure, elles courent le risque que d'autres places financières – en Suisse – se réjouissent au détriment de Zurich.

La discussion récente de tous contre tous dans le canton de Zurich et dans ses régions limitrophes (aussi à l'étranger) sur l'avenir de la place aéroportuaire intercontinentale et l'aéroport de Zurich-Kloten prouve une certaine dépendance envers une planification locale. Si aucune solution ne se profile, Zurich serait certainement désavantagé à terme, peut-être même la place financière suisse.

C'est à Zurich que la plupart des apprentis dans le domaine bancaire sont formés. C'est ici aussi que la plus grosse partie de la formation destinée aux spécialistes de la finance à tous les niveaux est assurée. La métropole financière fournit des spécialistes chevronnés pour le marché du travail sur l'ensemble du territoire national. Ils sont très recherchés pour le développement continu des affaires bancaires. Etant donné que l'enseignement tant scolaire que professionnel est l'affaire des cantons, il est vital que l'université et les Hautes Ecoles spécialisées accordent encore plus d'attention à la formation de nouveaux experts financiers hautement qualifiés.

Ce qui compte pour la place financière – également pour Zurich – ce n'est pas la législation cantonale mais la nationale, ainsi que son application. Il y a fort longtemps que l'avenir du secteur bancaire ne se joue plus par le biais de la concurrence entre les différentes places financières du pays. Savoir si la Suisse réussira à établir un ordre juridique et une surveillance bancaire de telle façon qu'elle ne soit pas désavantagée dans sa concurrence avec l'étranger est en revanche un élément décisif. Dans ce cas précis, Berne, et non Zurich, doit être mise en avant. On évoque souvent Zurich, mais on pense à la Suisse. Il en va de même pour la place financière de Zurich: Zurich n'est pas la place financière suisse, mais son «Vorort» ●

* Secrétaire de l'Association des établissements de crédit zurichois (VZK).

FORMATION

► Le versement du dividende soulève toujours de nombreuses interrogations du point de vue pratique et théorique

Dividende et rachat d'actions, des signaux pour le marché

Aux Etats-Unis, le rachat d'actions prend le pas sur le dividende, mais le taux de redistribution aux actionnaires reste globalement constant.

P.-A. Dumont*

Le dividende, son niveau, sa plus ou moins grande stabilité, ses effets sur la richesse de l'actionnaire, son contenu informatif, etc., sont certainement les thèmes financiers les plus discutés sur la place publique et les plus explorés sur le plan théorique.

Le comportement des entreprises dans ce domaine a été scruté en détail: suivent-elles une politique de stabilité du dividende par action ou de stabilité du taux de distribution (payout ratio)? La plupart des études empiriques ont montré qu'il existe bel et bien un comportement plus ou moins gé-

ralisé tendant à maintenir le dividende par action aussi stable que possible, que les entreprises sont généralement très réticentes à modifier (à la hausse ou à la baisse) leur dividende par action, qu'elles visent aussi un payout cible, mais que le plus important de tout n'est pas la politique suivie, mais le changement de politique en la matière. En d'autres termes, une modification de la politique incorpore une information à destination du marché.

Comment interpréter une hausse du dividende

La question est alors celle-ci: que signale une hausse du divi-

dende? Bizarrement, la théorie financière n'a pas de réponse tranchée; en effet, on peut considérer qu'une hausse du dividende annonce des perspectives futures réjouissantes, et qu'elle devrait par conséquent induire une augmentation du cours de l'action. Mais on peut tout aussi bien penser que l'entreprise, ayant réalisé d'excellentes affaires, mais n'ayant aucune opportunité sérieuse de réinvestir ses profits, préfère les restituer à ses actionnaires plutôt que les thésauriser; dans ce cas, la hausse du dividende ne devrait en tout cas pas induire une augmentation du cours de l'action. Le problème du contenu informa-

tif du dividende n'est encore pas complètement résolu, tant s'en faut.

Une ponction sur la trésorerie à destination des actionnaires

Par ailleurs, on observe que le dividende est fiscalement peu intéressant, la théorie financière montre qu'il ne sert à rien, et pourtant on observe partout que les entreprises en bonne santé distribuent généralement du dividende. Pour essayer de résoudre ce paradoxe, il faut élargir le débat en y incorporant le phénomène des rachats d'actions par l'entreprise. C'est un mouvement massif qui a surgi aux Etats-Unis en 1984, et bien plus récemment en Suisse (il a fallu attendre la réforme du Code des obligations de 1992 et ses effets sur les esprits): entre 1993 et 2002, 89 opérations de rachat d'actions ont eu lieu sur la Bourse suisse.

Dans une optique juridico-comptable, le dividende correspond à la répartition (totale ou non) du bénéfice, alors que le rachat d'actions traduit le remboursement partiel du capital social et des réserves. En dépit de cette différence importante sur le plan de la qualification juridique, force est de constater que les deux opérations ont exactement le même impact sur la situation financière de l'entreprise: elles se concrétisent toutes deux par une ponction sur la trésorerie, à destination des actionnaires. Il est d'ailleurs révélateur de constater qu'aux Etats-

Une formation unique en son genre

La politique de dividende et les programmes de rachat d'actions font l'objet du module 7 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 ou détail complémentaire, consultez le site internet à l'adresse <http://www.finance-entreprise.unige.ch>.

Unis, les statistiques sur une longue période (1972-1999) montrent que le dividend payout ratio tend à diminuer, que le share repurchase ratio tend à augmenter, mais qu'au total, le taux de redistribution de trésorerie aux actionnaires est globalement assez constant. Tout comme celui du dividende, ce puzzle reste presque complet.

Rachat d'actions: plusieurs options

Il est vrai qu'il faut examiner de près les diverses méthodes utilisables (et utilisées) par les entreprises pour racheter leurs propres actions. L'offre ferme ou les enchères à l'hollandaise sont faites pour rembourser d'un coup et rapidement un montant important; ces méthodes-là sont les plus susceptibles d'incorporer un signal de sous-évaluation de l'action émanant du management. Les opérations dites d'open market (en Suisse: l'ouverture d'une seconde ligne de cotation) sont bien moins susceptibles de signaler quoi que soit

en matière de sous-évaluation car le rachat se fait au prix du marché; en revanche, elles sont très indiquées pour éliminer, certes lentement, de gros volumes. Enfin, les offres de rachat assorties de puts (c'est-à-dire de droits préférentiels de vente), extrêmement respectueuses des droits patrimoniaux des actionnaires et très efficaces sur le plan fiscal, sont des solutions idéales pour un noyau dur d'actionnaires d'accroître leur contrôle sans subir de perte: au lieu d'exercer le droit de vente à l'entreprise, il suffit de le revendre sur le marché. Une étude réalisée à HEC Genève (1) a montré que, effectivement, le mode choisi pour le rachat joue un rôle indiscutable sur le comportement du cours en date d'annonce ●

* Professeur à HEC, Université de Genève.

(1) Amaudruz D.: «Les rachats d'actions en Suisse», mémoire de DEA en économie et finance, HEC Genève, novembre 2002.

Programmes de rachats d'actions en Suisse

