

L'AGEFI

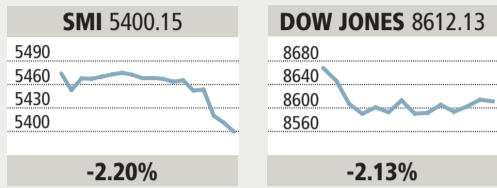
QUOTIDIEN DE L'AGENCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE À GENÈVE

PRÉVISIONS CONJONCTURELLES

Le pessimisme assumé d'économiesuisse

PAGE 6

JA-PP/JOURNAL - 1000 LAUSANNE 1



RELATIONS FRANCO-GENEVOISES

Apport économique quasi invisible

PAGE 4

NICOLAS SARKOZY À GENÈVE

Où va l'OIT

PAGE 18

TROISIÈME PLAN DE RELANCE

La voie est très étroite

PAGE 4

KAUFMANN INTERPELLE LE GOUVERNEMENT

OPA sur Quadrant mise en cause

PAGE 4

ENTREPRENEURS SUISSES

L'appel à l'union nationale

PAGE 6

INVESTIR DANS L'ÉOLIEN EN SUISSE

Réseautage et contexte local

PAGE 8

LA DETTE ÉMERGENTE SELON PIMCO

Plus sûre que les Etats-Unis?

PAGE 7

Nouvelle fronde contre le dollar



HU JINTAO. Le président chinois se rendra aujourd'hui dans l'Oural pour participer au premier sommet de l'histoire entre les dirigeants des quatre pays de la zone BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine).

Possédant près de 42% des réserves mondiales de change, la zone BRIC s'active en faveur d'une plus grande diversification de ses avoirs, au détriment du dollar. Les quatre pays attaquent depuis plusieurs semaines la suprématie du billet vert comme monnaie de référence, suggérant un rééquilibrage via les droits de tirage spéciaux du FMI.

PAGE 11

De la difficulté d'imposer de nouveaux indices

Le SLI n'a pas atteint ses objectifs après deux ans d'existence. SIX Swiss Exchange ne désespère pas.

CHRISTIAN AFFOLTER

Le SLI (Swiss Leader Index) aura bientôt deux ans d'une existence restée très discrète. L'indice des valeurs vedette SMI a gardé sa place de référence. Le marché des dérivés donne une mesure de l'insignifiance relative du SLI. Seulement 89 produits cotés à la Scoach utilisent cet indice comme sous-jacent, contre une majorité écrasante de 1116 produits pour le SMI, toutes catégories confondues! Les encours

sous gestion des ETF (fonds indexés cotés) sur le SLI n'atteignent qu'une petite fraction de ceux se référant à l'indice des valeurs vedette. Le mois dernier, les dix titres supplémentaires par rapport aux constituants du SMI n'ont généré que 4,45 milliards de francs en chiffre d'affaires, contre 59,99 milliards pour les 20 valeurs représentées dans les deux indices.

Ce démarrage difficile n'étonne guère la SIX Swiss Exchange: «L'entrée d'un nouvel indice dans

la perception collective prend du temps. Il ne suffit pas de proposer des produits basés sur le SLI, il faut également les faire connaître. Il réside encore un certain potentiel dans la formation au sein des banques au sujet de cette nouvelle référence.» Comme au niveau de sa présence dans les médias et sur les plateformes de trading online. Pourtant, cet indice offre plus que simplement un agrandissement de l'univers du SMI de dix titres. Mais la principale innovation du SLI di-

visera toujours les investisseurs. Contrairement au SMI et au SPI, qui procèdent uniquement à une pondération selon la capitalisation sur le marché, l'indice des entreprises leader limite la part maximale d'une société à l'indice à 9%. Au lieu de représenter plus que la moitié du marché, les trois capitalisations les plus importantes - Nestlé, Roche et Novartis - ne comptent que pour un quart du SLI. Cet indice est donc plus diversifié. **SUITE PAGE 11**

GESTION PRIVÉE

La défiance entre clients et gestionnaires

Une étude de Dow Jones affirme qu'un client sur deux veut changer de conseiller financier.

La crise (de confiance) est passée par là. Si près de 80% des gérants déclarent que leur performance a été bonne ou très bonne durant la crise, seuls 30% des clients sont d'accord avec cette affirmation. Ces derniers sont également 30% à juger la performance faible ou très faible. Et un seul client sur quatre se déclare prêt à recommander son gérant à un ami ou à un membre de sa famille.

Le décalage des chiffres reflète la

perte de confiance croissante entre clients de la gestion de privée et leurs conseillers. C'est l'un des principaux enseignements du sondage mené par le Dow Jones Wealth Bulletin auprès de 150 spécialistes du wealth management, 100 clients «high net worth» et 65 intermédiaires actifs dans l'industrie.

Conséquence de ces divergences de vue, les fonds migrent d'une banque à l'autre - des analystes calculent qu'au moins 1 trillion de dollars a changé de déposant en 2008. Et des relations d'affaires se défont à un rythme croissant. Le rapport propose dix pistes pour réanimer la confiance. **PAGE 3**

OBJECTIF AUSTRALIE

Acquisition à 2 milliards pour Holcim

Avec l'acquisition de Cemex Australia, pour un montant proche de 1,8 milliard de francs, y compris une participation de 25% dans Cement Australia, Holcim accomplit un grand pas stratégique sur un des marchés mûrs les plus attractifs au monde et à fortes ressources naturelles, l'Australie. Ce prix correspond à 6,6X l'EBITDA (excédent brut d'exploitation) estimé pour 2009 et paraît approprié dans un contexte favorable à l'acheteur. Ces entreprises permettront à Holcim d'inclure l'Australie dans sa stratégie d'expansion de ses affaires de granulats et de béton prêt à l'emploi dans des marchés mûrs. Cette acquisition sera financée entièrement par capitaux



MARKUS AKERMANN (CEO DE HOLCIM). Le cash-flow du groupe augmentera aussi suite aux investissements d'expansion.

propres, ce qui nécessitera une augmentation de capital de l'ordre de 2 milliards de francs. Celle-ci comprend aussi la pleine participation, à concurrence de 250 millions de francs, à un placement privé dans Huaxin Cement (China). **PAGE 7**

Ce qui change avec la France

La Suisse est simplement revenue sur ses réserves de 2005 en paraphant l'avenant à la convention fiscale. Une adaptation plus technique que douloureuse.

PATRICK MICHAUD*

Les administrations fiscales suisses et françaises ont paraphé jeudi 11 juin un avenant à la convention fiscale de 1966 prévoyant notamment un échange de renseignements similaire à celui proposé par l'OCDE en juillet 2005 dans le cadre d'un modèle de convention fiscale pour à la fois éviter les doubles impositions et prévenir l'évasion fiscale en matière d'impôts sur le revenu et sur la fortune. Cet accord qui sera signé au niveau ministériel après l'été, intervient alors que le ministre français du Budget Eric Woerth a rencontré, à Berne, le pré-

sident en exercice de la Confédération et ministre des Finances, Hans-Rudolf Merz. L'article 26 de ce modèle de traité propose que les administrations fiscales puissent, sous certaines conditions, s'échanger, à la demande, différents renseignements comprenant notamment les renseignements bancaires. Le Luxembourg la Belgique, l'Autriche et la Suisse avaient émis des réserves sur cet article. Cependant la nouvelle future directive épargne applicable à partir du 1^{er} juillet 2014 entre les 27 membres de l'UE et l'accord Union européenne-Suisse du 26 octobre 2004 pour lutter contre la fraude et toute autre activité illégale applicable depuis avril 2009 rendaient politiquement impossible le sympathique maintien de la position des 4 alliés, nos derniers chevaliers protecteurs de la vie privée. En paraphant l'avenant du 11 juin 2009 (qui reprend l'article 26 du traité OCDE de juillet 2005) la Suisse est donc simplement revenue

sur ses réserves de 2005. Comme du reste cela avait été envisagé entre la Confédération et la communauté européenne. L'article 10 de l'accord du 26 octobre 2004 prévoyant des mesures équivalentes à celles prévues dans une directive (2003/48/ce) du conseil en matière de fiscalité des revenus de l'épargne. La Suisse a donc accepté d'appliquer l'article 26 du traité OCDE de 2005 comme vient de le faire son allié luxembourgeois. **SUITE PAGE 2**

*Avocat au Barreau de Paris

1

Investir dans l'Empire du Milieu!

DWS Invest Chinese Equities LC

» Valor: 2 836 135

» ISIN: LU0273157635

www.dws.ch 1^{er} CHOICE FOR YOUR MONEY. **DWS** INVESTMENTS Deutsche Bank Group

Le placement collectif mentionné dans ce document est un fonds de placement de droit luxembourgeois, autorisés à la distribution public en Suisse. En Suisse, les investisseurs peuvent obtenir gratuitement le dernier prospectus de vente avec le règlement, le prospectus simplifié, ainsi que les derniers rapports annuel et semestriel auprès du représentant suisse DWS Suisse SARL, Uraniastrasse 9, 8001 Zurich ou auprès de l'agent payeur suisse Deutsche Bank (Suisse) S.A. à Genève ou de ses succursales à Zurich et Lugano.

Banking Efficiency Software Tool

ISYS

BESTVISION HOLDING

Genève - Lugano - Zürich
www.isys.ch - www.bestvision.ch



9 771421 948004 20025

German deficits: from stimulus to Merkel sense

IAN CAMPBELL*

No more borrowing. That's the new virtuous intention of the German government. But not before 2016, and only in "normal" times. The German plan is a reasonable start for a future that needs to come well before 2016. Otherwise, the world could face a series of debt crises in rich countries.

The German move is a salve to the conscience of Angela Merkel. The prime minister is rightly horrified by the size of the country's deficit this year: 4% of GDP. If other world leaders thought like Merkel, their consciences, too, might be troubled. The list of countries with deficits in double digit percentages of GDP include the US, UK, Spain and Ireland. Generations to come will pay the bill.

For many countries, the high current deficits only add to already huge debt mountains. Japanese and Italian debt already exceeds GDP. The eurozone's "Maastricht criteria", which limited fiscal deficits to 3% of GDP and targeted a government debt limit of 60% of GDP, have begun to look quaint.

For now, markets are absorbing huge amounts of new government debt. But the limits are beginning to be tested. Ireland has had to recognise that even though it entered the crisis with a modest debt to GDP ratio of 25%, it cannot run big deficits for long. Investors will fear default. It has therefore begun to cut back in the midst of recession and deflation.

The US has not yet begun to. But investors are showing their patience cannot be stretched much more. The government's deficit may be pushing up debt yields. It has certainly undermined the dollar.

Governments need a new normality for fiscal policy. The Maastricht standard was not tough enough. Modest deficits in good times lead to huge deficits in recessions. The right goal is small fiscal surpluses when economic growth is decent. That will allow debt mountains to be eroded, and leave scope for deficits and stimulus when necessary.

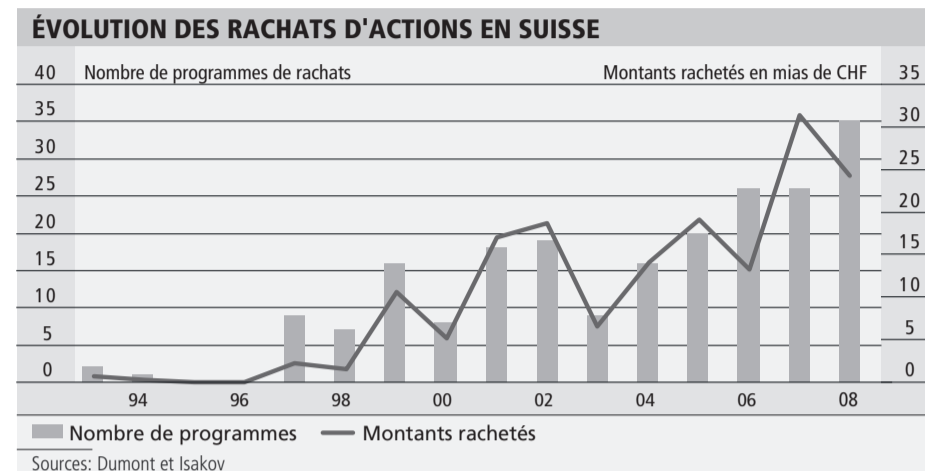
To get there, spending cuts and tax increases are the grim reality required as soon as the current crisis is over. Merkel is right: stimulus must yield to sense.

Context news

Germany's upper house voted on June 12 to put an annual cap on federal government borrowing of 0.35% of GDP in "normal times." The restriction will apply from 2016 and had already been passed by the lower house. Germany's state governments will be prohibited from additional borrowing as from 2020.

* Breakingviews

L'impact réel des rachats d'actions sur les ratios



Depuis leur autorisation en Suisse en 1992, les rachats d'actions rencontrent un succès croissant. Ainsi, en 2008, les entreprises cotées à la Bourse suisse ont annoncé 35 programmes de rachat pour un montant avoisinant les 25 milliards de francs. Comme on peut le constater sur le graphique, le nombre de rachats s'est accéléré au cours des dernières années. Les rachats sont devenus un canal important de restitution de liquidités aux actionnaires par les entreprises. Certaines années, les montants redistribués sous forme de rachat ont même dépassé les montants distribués sous forme de dividendes. Cette évolution n'est pas propre à la Suisse, elle est observée sur la plupart des marchés mondiaux.

Comment peut-on expliquer cette tendance croissante des entreprises à utiliser cette technique de restitution? Un rachat d'actions peut viser un voire plusieurs objectifs. Parmi les buts mentionnés le plus souvent, il y a la volonté du management de signaler au marché une sous-évaluation de l'entreprise ou encore la restitution de liquidités qui ne sont pas nécessaires au fonctionnement courant de l'entreprise. Pourquoi, dans ce cas, privilégier le rachat au dividende? Parce qu'un rachat présente une plus grande flexibilité qu'un dividende et il peut aussi représenter un avantage fiscal pour les investisseurs (bien que ce ne soit pas toujours vrai en Suisse). Un autre objectif des rachats d'actions est très souvent mentionné. Il s'agit de l'amélioration des ratios financiers de l'entreprise, comme le bénéfice par action par exemple. Ainsi, dans une étude récente menée sur le marché américain, plus de 75% des dirigeants d'entreprises pensent que l'augmentation du bénéfice par action joue un rôle important voire très important lors de la décision de racheter ses actions. En Suisse, on observe que dans 20% des opérations de rachat, les entreprises affirment qu'elles cherchent à améliorer les ratios financiers. Toutefois, certains travaux académiques affirment que cet effet est inexistant. Qu'en est-il réellement?

Pour comprendre les arguments avancés et déterminer l'effet d'un rachat sur les ratios financiers, prenons un exemple simple. Supposons qu'une entreprise ait réalisé un bénéfice de 1 million de francs et que son capital action soit constitué de 1 million d'actions. Son bénéfice par action (bpa) est de 1 franc. Admettons maintenant que l'entreprise rachète 200.000 actions. Après le rachat, le nombre de titres sera de 800.000 actions et par conséquent, avec le même bénéfice, le bpa passe à 1,25 franc. Grâce au rachat d'actions, le bpa a augmenté de 25%. Ce raisonnement très (voire trop) simple est tenu par bon nom-

bre de professionnels. Il est critiquable pour deux raisons. Premièrement, il ignore le coût du financement du rachat et, deuxièmement, il est myope puisqu'il néglige la dimension temporelle des phénomènes entraînés.

Le coût du financement du rachat est un élément important à prendre en considération. Si l'entreprise rachète ses actions avec ses liquidités, ceci engendre un coût d'opportunité. En effet, ces liquidités produisent un certain rendement et contribuent au bénéfice de l'entreprise. Leur sortie de l'entreprise fait disparaître ce rendement ce qui a pour effet de provoquer automatiquement une diminution du bénéfice. Si l'entreprise ne dispose pas de liquidités suffisantes pour un rachat, elle doit s'endetter pour financer le rachat. Elle devra payer des intérêts sur cet emprunt. Ils viendront eux aussi diminuer le bénéfice et par conséquent réduire le bpa.

La dimension temporelle est importante car un rachat ne se déroule jamais instantanément. Différentes techniques de rachat sont à disposition et la durée d'un rachat peut aller de un mois à plusieurs années. La comparaison entre deux bpa successifs doit se faire sur la même base en termes de nombre de titres en circulation. Traditionnellement, les normes comptables préconisent d'ajuster le nombre de titres en circulation avant le rachat pour avoir des bpa comparables. Une analyse de l'impact du rachat sur le bpa en fonction de la durée du rachat montre que l'effet est négatif si le rachat est rapide et au mieux égal à zéro si le rachat a lieu au bout d'une année. Ainsi, le coût de financement et le timing du rachat provoquent dans la majorité des cas une détérioration du bpa, voire un effet nul dans le cas le plus optimiste.

Pour conclure, relevons qu'un rachat est généralement perçu favorablement par le marché, mais pas pour les raisons avancées par certains professionnels. En effet, à bénéfice constant et si l'on tient compte de l'ensemble des facteurs liés à un rachat, il n'y a pas d'amélioration des ratios financiers. En revanche, il est probable que les acteurs des marchés réagissent positivement à la restitution de liquidités excédentaires oisives ou encore à la signalisation d'une sous-évaluation de l'entreprise.

DUŠAN ISAKOV
Université de Fribourg



Pour en savoir plus sur les rachats d'actions en Suisse: P.-A. Dumont et D. Isakov, (2009), *Les rachats d'actions en Suisse: Objectifs, conséquences et pratiques*, Cahier de recherche des Universités de Fribourg et Genève, disponible à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=1417790>.

UN RACHAT EST GÉNÉRALEMENT PERÇU FAVORABLEMENT PAR LE MARCHÉ, MAIS PAS POUR LES RAISONS AVANCÉES PAR CERTAINS PROFESSIONNELS. A BÉNÉFICE CONSTANT ET SI L'ON TIENT COMPTE DE L'ENSEMBLE DES FACTEURS LIÉS À UN RACHAT, IL N'Y A PAS D'AMÉLIORATION DES RATIOS FINANCIERS.

SUITE DE LA PAGE UNE

Ce qui va vraiment changer dans l'imposition franco-suisse

Les administrations fiscales suisses et françaises ont donc paraphé jeudi 11 juin un avenant à la convention fiscale de 1966. A noter que parapher désigne le fait d'approuver le texte d'un accord en apposant ses initiales. C'est ainsi que les responsables des négociations ratifient provisoirement le texte des conventions de double imposition (CDI), et d'autres traités internationaux, qu'ils négocient. Une CDI n'entre toutefois en vigueur que si le Conseil fédéral en autorise la signature et que le texte est ensuite approuvé par le Parlement. L'Etat partenaire doit en outre avoir adopté la convention. Les CDI prévoyant d'importants engagements supplémentaires sont soumises au référendum facultatif. En clair, un paraphe n'est pas une signature politique et peut faire l'objet d'interprétations par les parties.

Le texte, selon le paragraphe 5 du projet d'avenant, serait le suivant: «En aucun cas les dispositions du paragraphe 3 ne peuvent être interprétées comme permettant à un Etat contractant de refuser de communiquer des renseignements uniquement parce que ceux-ci sont détenus par une banque, un autre établissement financier, un mandataire ou une personne agissant en tant qu'agent ou fiduciaire ou parce que ces renseignements se rattachent aux droits de propriété d'une personne.»

L'avenant oblige donc, si les autres conditions sont réunies, non seulement les banques et les établissements financiers, mais aussi les mandataires, les agents et fiduciaires de toute nature à révéler les renseignements demandés par l'administration française. Le champ d'application de l'échange de renseignements est plus large que le secret bancaire et vise d'autres secrets professionnels avec les conséquences que cela implique comme le note l'OCDE dans ses commentaires. Le projet d'avenant prévoit aussi une clause dite grand-père concernant sa date de mise en application. «Les dispositions de l'avenant s'appliquent aux revenus afférents, suivant les cas, à toute année civile ou tout exercice commençant à compter du 1er janvier de l'année qui suit immédiatement la date de signature de l'avenant.

Cette clause dite grand-père, dont l'interprétation mériterait d'être précisée par chacune des parties, permet de penser que les revenus ou capitaux antérieurs au 1er janvier 2010 pourront bénéficier du secret absolu de l'ancienne convention.

L'échange de renseignements prévu par l'article nouveau 28 de la convention franco-suisse aura donc lieu exclusivement sur demande visant des cas concrets. Le fisc français devra notamment préciser le nom et l'adresse du contribuable visé, les personnes «dont il y a lieu de penser qu'elles connaissent les renseignements demandés», le but fiscal de

la demande ainsi que la période durant laquelle les revenus ont été perçus.

L'accord n'a pas pour objet un échange automatique d'informations bancaires et n'autorise pas des demandes générales (fishing expeditions). Ces demandes devraient continuer à être centralisées au service de la législation fiscale et non laissées à la discrétion des services locaux. Par ailleurs, l'avenant à la convention ne prévoit aucun échange de renseignements d'office entre les administrations fiscales des deux Etats et ce contrairement à la directive épargne.

Quelles seraient les conséquences envisageables? Pour les opérations en cours et futures, les montages plus ou moins hasardeux ne seront plus réalisés en Suisse ou au Luxembourg, mais dans des Etats moins «vigilants», OCDE ou non. Ce d'autant plus que, depuis le 1er février 2009, l'administration fiscale française bénéficie d'un droit de communication auprès de la cellule anti-blanchiment traefin, droit de communication similaire à celui qui existe dans de nombreux autres Etats.

Par ailleurs, un décret doit prochainement être publié, définissant - avec une clarté similaire à celle du jus de pipe - les 16 critères de fraude fiscale qui devront faire l'objet, à traefin, d'une déclaration de soupçon de fraude fiscale par les professionnels de la finance, de la comptabilité et du droit.

Les professionnels français et ceux de la communauté européenne ont donc des obligations de communication largement plus étendues que celles prévues par l'article 9 de la loi fédérale LBA.

Pour les opérations passées, il convient à mon avis de faire la distinction entre les opérations patrimoniales des petits cachottiers, qui ont le choix de tout déclarer ou de ne pas bouger et d'attendre un retour à la confiance, et les patentés de la fraude qui risquent fort de rentrer dans les mailles de plus en plus étroites des filets douaniers et fiscaux.

La morale républicaine est sauvée mais il faudra faire certainement très prochainement un point d'étape sur l'efficacité économique et sociale de la non utilisation de cette fantastique épargne dormante, inactive et maintenant fossilisée. L'intelligence collective de nos deux nations va certainement trouver des solutions adaptées. (Lire page 4.) ■

POUR LES OPÉRATIONS EN COURS ET FUTURES, LES MONTAGES HASARDEUX NE SERONT PLUS RÉALISÉS EN SUISSE OU AU LUXEMBOURG. MAIS DANS DES ÉTATS MOINS «VIGILANTS», OCDE OU NON.