

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL

Faculté de Droit et des Sciences Économiques

# Valeur de l'entreprise et capitalisation boursière

**Problématique, conséquences et élaboration  
de solutions possibles**

THÈSE

présentée à la faculté de Droit et des Sciences Économiques  
pour obtenir le grade de docteur ès sciences économiques

par

ROBERTO GRASSI

Imprimerie Kromer AG, Lenzburg

1991

Monsieur Roberto Grassi est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat és sciences économiques intitulée: "Valeur de l'entreprise et capitalisation boursière: problématique, conséquences et élaboration de solutions possibles."

Il assume seul la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 29 octobre 1990

Le doyen  
de la Faculté de droit  
et des sciences économiques

Claude Jeanrenaud

Ai miei genitori

## AVANT-PROPOS

Entreprendre une thèse qui prétend traiter des sujets fortement évolutifs et changeants signifie se lancer dans une vraie course pour rester actuel. Quand, en plus, le produit même de la recherche, les réponses aux thèses soutenues, se voient chaque jour confrontés à des vérifications positives ou négatives de la part de la pratique, l'effort se fait d'autant plus ardu et incertain.

De là, l'obligation que je me suis imposée, de me consacrer le plus possible à l'analyse pratique ainsi qu'à la recherche de conséquences d'une situation de sous-capitalisation valables à long terme.

Pour avoir atteint le but que je m'étais fixé, je tiens à remercier:

Le Professeur Dr. Daniel Haaq qui, en tant que rapporteur, m'a fourni bien des conseils précieux et utiles dans la poursuite du travail, tout en me laissant un grand espace de manoeuvre dans le choix de la conception et de l'exécution de la thèse;

Toutes les personnes qui ont eu l'amabilité de me faire part de leur expérience pratique, et en particulier celles que j'ai eu la chance d'interviewer et que j'ai mentionnées en annexe à ma thèse;

Madame Carrel qui a su interpréter les idées sur lesquelles se fonde ce travail et qui a corrigé le texte de façon à se conformer le plus possible à une langue qui n'est pas la mienne;

Mes chers parents qui m'ont toujours soutenu matériellement et moralement dans mes études ainsi que dans mes choix.

## TABLE DES MATIERES

1. INTRODUCTION	1
2. EVALUATION DE L'ENTREPRISE	5
2.1 Généralités et modalités de l'évaluation	6
2.2 Aperçu des données nécessaires pour le diagnostic de l'entreprise	11
2.3 Méthodes d'évaluation théoriques	14
2.3.1 La valeur de rendement	17
2.3.1.1 Le facteur B	17
2.3.1.2 Le taux de capitalisation	18
2.3.2 La valeur substantielle	21
2.3.2.1 L'actif brut	22
2.3.2.2 Le passif exigible	23
2.3.2.3 Le capital hors exploitation	25
2.3.2.4 Les éléments incorporels	25
2.3.2.5 Le goodwill	26
2.3.3 Méthode de la valeur moyenne	30
2.3.4 Méthode de la capitalisation temporaire des superbénéfices	31
2.3.5 La breake-up value	32
2.3.6 Conclusion	33
2.4 Evaluation de l'entreprise dans la pratique	35
2.4.1 L'évaluation d'une acquisition	35
2.4.2 L'évaluation d'entreprise par les analystes	37
3. VALEUR BOURSIERE	41
3.1 Le marché boursier suisse	43
3.1.1 Les connotations juridiques des bourses suisses	43
3.1.2 Les caractéristiques du marché financier suisse	44
3.1.2.1 La place financière suisse	44
3.1.2.2 La capitalisation boursière du marché suisse	51
3.2 Les éléments qui déterminent le cours de l'action	53
3.2.1 Les composants endogènes	55
3.2.1.1 Paramètres subjectifs	55
3.2.1.2 Paramètres de rendement	58
3.2.1.3 L'incidence du volume des transactions	59
3.2.2 Les composants exogènes	60
3.2.3 Les caractéristiques des titres de participation et leurs influences sur le cours	64
3.2.4 Conclusion sur les facteurs déterminant le cours de l'action	67

3.3	Les méthodes d'évaluation boursière	70
3.3.1	Le Price Earning Ratio (PER)	71
3.3.1.1	Principes	71
3.3.2	La capitalisation des dividendes	75
3.3.3	La Price/Book value	78
3.3.4	La capitalisation boursière	80
3.3.5	Conclusion	81
3.4	L'influence de l'entreprise sur le cours des titres	82
3.4.1	Introduction	82
3.4.2	La politique de distribution du bénéfice	83
3.4.3	La structure de l'endettement en tant que paramètre exogène agissant sur la valeur l'entreprise	88
3.4.4	L'influence de la politique d'information et de la transparence sur la valeur de marché de l'entreprise	90
3.5	Excours: Le Capital Asset Pricing Model (CAPM)	97
4.	Comparaison entre valeur théorique et valeur de marché de l'entreprise	103
4.1	La recherche empirique d'une différence	104
4.1.1	La book value comme base de détection de la souscapitalisation et de la surcapitalisation	104
4.1.1.1	La comparaison des branches	107
4.1.1.2	La comparaison entre sociétés	110
4.1.2	Le PER comme base de détection de la souscapitalisation et de la surcapitalisation	112
4.1.2.1	La comparaison des branches	113
4.1.2.2	La comparaison des sociétés	115
4.1.3	Le Cash Flow comme base de détection de souscapitalisation et de la surcapitalisation	117
4.2	Les raisons d'une sous- respectivement surcapitalisation boursière	121
4.2.1	Les raisons d'une souscapitalisation	122
4.2.1.1	L'entreprise déficitaire	123
4.2.1.2	L'entreprise non déficitaire	123
4.2.2	Le cas de surcapitalisation	127
4.2.2.1	Le secteur d'activité	127
4.2.2.2	La période d'émission du capital action	128
4.3	La différence des valeurs dans le cas de fusion	129
4.3.1	Les principes à respecter et la formule	129
4.3.2	L'exemple de la fusion de Ciba avec Geigy	132
4.4	La souscapitalisation dans le cas de going public et going privat	138
4.4.1	Le cas de going public	138
4.4.2	Le cas de going privat	142
4.5	La comparaison des valeurs en cas d'acquisition	146
4.6	La détermination du prix de l'entreprise	150

5.	LES PROBLEMES ET LES CONSEQUENCES ENGENDRES PAR LA DIFFERENCE ENTRE LES DEUX VALEURS	155
5.1	Caractéristiques des sujets et répartition du pouvoir	157
5.1.1	Les caractéristiques	157
5.1.1.1	L'actionnaire	157
5.1.1.2	Le management	160
5.1.1.3	Les salariés	161
5.1.2	La répartition du pouvoir	162
5.2	Problèmes et conséquences directes d'une sous-capitalisation	170
5.2.1	Actionnaire	170
5.2.2	Le management et la société	171
5.3	La souscapitalisation dans le rachat d'entreprises	175
5.3.1	Caractéristiques et modalités de l'offre publique d'achat	176
5.3.1.1	Prise de contrôle sur base statique	177
5.3.1.2	Prise de contrôle sur base dynamique	182
5.3.2	L'effet de l'acquisition sur la capitalisation boursière	184
5.3.2.1	L'effet sur la capitalisation boursière de la société acquise	184
5.3.2.2	L'effet sur la capitalisation boursière de l'acheteur	187
5.3.2.3	La tentative de rachat inamicale de Jacobs-Suchard sur HERO	189
5.3.2.4	Les obligataires	200
5.3.3	Le management	201
5.3.3.1	La réaction du management	202
5.3.3.2	Les moyens de défense	204
5.3.3.3	Critiques sur la réaction du management	208
6.	SOLUTIONS POSSIBLES	210
6.1	Introduction	210
6.2	Les mesures à mettre en place par l'entreprise elle-même	211
6.2.1	Mesures visant à la stabilisation du capital	212
6.2.1.1	Modes de concentration	212
6.2.1.2	Modes de stabilisation	214
6.2.2	Mesures visant à intervenir sur la structure du pouvoir	217
6.2.2.1	Le vote cumulatif	217
6.2.2.2	Le management actionnaire	218
6.3	Solutions sur le marché	220
6.3.1	Amélioration de l'efficience et de la transparence du marché boursier	220

6.3.2 Les réglementations des offres publiques d'achat	221
6.3.2.1 Le code d'acquisition suisse	222
6.3.2.2 La réglementation sur d'autres places financières	224
6.4 Solutions de nature juridique	226
6.4.1 Les améliorations à l'égard de l'actionnaire	226
6.4.2 Une nouvelle réglementation pour les investisseurs institutionnels	228
6.4.3 Une nouvelle réglementation pour les bourses	229
7. CONCLUSIONS GENERALES	231
A. BIBLIOGRAPHIE	i
B. PUBLICATIONS, REVUES, JOURNAUX	xi
C. LISTE DES INTERVIEWS	xvi

## 1. INTRODUCTION

La notion de valeur se prête à de nombreuses interprétations, différentes selon les domaines. En économie politique par exemple, elle peut être subdivisée en une composante d'utilité (l'avantage potentiel pour l'acquéreur, qui se propose à la fois sous forme relativisé avec le prix), et une de rareté (qui s'explique selon les théories de l'offre et de la demande). Nous nous appuyons donc sur la finalité de l'objet d'évaluation. Si l'objet est une entreprise, celle-ci peut avoir différentes valeurs pour le sujet acquéreur selon les buts qu'il se propose, d'ordre spéculatif ou commercial.

En présence d'une économie basée sur la libre concurrence, la valeur est exprimée par le marché. A cette valeur concourent donc les règles de base du marché, qui pour sa part agit selon des principes d'utilité et de rareté.

L'entreprise, ou plutôt des parties de sa propriété, peut être achetée ou vendue sur un marché, à savoir la bourse. Pour celle-ci l'entreprise est un bien économique et ses propriétaires, les actionnaires, essaient d'optimiser la valeur de leur propriété en elle: l'action. A cette identité de l'entreprise en tant que bien économique vient s'ajouter la classification en tant que bien social: l'entreprise est aussi une unité productive qui satisfait des besoins de consommation, fournit du travail à des gens, entretient des relations avec d'autres. En somme elle a d'autres fonctions, d'autres buts et d'autres valeurs qui ne sont pas saisissables sur un marché.

Nous reconnaissons donc que le même bien peut avoir différentes valeurs. Tout en restant dans le domaine économique financier, l'entreprise peut être identifiée à différentes valeurs: valeur comptable, valeur des actifs actualisés, valeur de rendement, valeur substantielle, valeur de liquidation, rente abrégée du goodwill, actifs nets réévalués, cash flow actualisé, etc.. La différence ne se produit pas seulement au niveau des résultats, mais elle est saisissable aussi dans l'approche de la valeur elle-même. La question est de savoir si le marché est en mesure

de déterminer la valeur des biens.

En considérant des composantes subjectives telles que l'utilité, le marché ne sait exprimer qu'une valeur subjective. D'autre part, étant influencé par des paramètres tels que la demande et l'offre, le marché aboutit à une valeur sujette à des variations importantes dans de brefs laps de temps, alors que le bien en question ne les justifie pas. En somme, les mécanismes de marché ne sont pas réglés uniquement de façon rationnelle et objective. Ce n'est d'ailleurs pas souvent que le sujet économique bénéficie des informations nécessaires pour déterminer la rareté ou l'utilité, bref la valeur du bien.

A ce stade il convient de tracer un parallèle avec la théorie citée par Krag<sup>1</sup>, laquelle fixe deux relations:

- relation sujet-objet, qui explique la dépendance de la valeur de l'entreprise des estimations personnelles des sujets économiques;
- relation but-objet, où la dimension de la valeur globale est fondée sur des buts fixés et sur des données précises.

A la première relation nous pouvons assigner la valeur boursière, à la deuxième la valeur réelle. En effet, la valeur boursière est significative pour un spéculateur qui place son argent. Pour l'investisseur par contre, la valeur d'utilisation prédomine. Reste tout de même que le marché n'arrive pas à exprimer la valeur fondamentale de l'entreprise. Les cas récents de prix payés lors d'acquisitions démontrent des imperfections:

"The large take over premiums that are frequently paid even in case where there are no obvious economic advantages to combinations, suggest that valuation errors are being made in the market either ex ante or

---

<sup>1</sup>cf. Krag J., Konfliktbezogene Unternehmensbewertung, p.11

ex post"<sup>2</sup>. Nous vérifierons plus tard les énormes plus-values réalisées lors d'arbitrages visant à profiter des imperfections du marché.

La comparaison de deux valeurs et l'analyse des raisons d'une différence justifient à elles seules ce travail, mais elles permettent d'autre part de mieux s'apercevoir du danger qu'une telle disparité peut causer, ainsi que de rechercher la solution à ce problème. Le risque principal de l'entreprise réside dans le fait de perdre de son autonomie, c'est-à-dire d'être rachetée. Nous admettons qu'une opération d'acquisition trouve les motivations suivantes:

- a. Garantie de positions compétitives
- b. Stratégies d'entrée sur le marché
- c. Motivations financières.

Récemment cette dernière motivation a pris une importance considérable à la suite de deux paramètres:

1. l'excès de positions liquides et liquidifiables (Pepsico a procédé récemment à une restructuration parce qu'elle s'était aperçue que la valeur de ses composants excédait la totalité de sa propre valeur de marché, la rendant vulnérable au rachat).
2. la sous-évaluation des titres (GAF, par exemple, avait essayé de profiter de la chute des cours de Union Carbide à la suite de la tragédie de Bophal).

Durant les dernières années, la motivation financière a été bien souvent à la base d'opérations de rachat. Mais la situation considérée à l'alinéa 2 peut soulever d'autres problèmes tels que le fondement même de la société et son but premier. Tout ceci pour revenir à la question de base qui, dans le système capitaliste à liberté de marché, reste désormais sans réponse: l'entreprise est-elle un bien économique ou social? A-t-elle une valeur unique matériellement définissable, ou supporte-t-elle des

---

<sup>2</sup>cf. Summers, Does stock market rationally reflect fundamental values?, p.600

fonctions sociales qui ne sont pas saisissables par le marché?

Ce travail se propose seulement de songer à cette différence, de vérifier la présence d'une disproportion entre la valeur que le marché est en mesure d'attribuer au bien "entreprise" et la valeur que cette dernière peut réellement avoir. De toute façon, une valeur réelle est aussi bien déterminée en raison de paramètres d'utilité que de rareté, soit les mêmes paramètres qui sont à la base des lois du marché.

## 2. EVALUATION DE L'ENTREPRISE

La grande quantité de méthodes et d'opinions en matière d'évaluation d'entreprise fait l'objet d'une littérature très riche, qui n'est à la fois ni définitive et ni absolue. Il n'est guère possible de déterminer une méthode définitive et exacte à ce sujet. La théorie est d'autre part souvent beaucoup trop compliquée et ne trouve qu'une application très simplifiée dans la pratique. Les causes sont à chercher dans le repérage de toutes les données nécessaires et dans le temps; le dynamisme et la vitesse d'action que le marché impose au management se traduisent dans ce domaine par de grosses simplifications de l'analyse. De plus, le marché manque de transparence et, paradoxalement, l'entreprise aussi. Il arrive fréquemment que les données imposées par la théorie ne soient pas repérables par les instances internes de l'entreprise en présence de délais et de coûts pourtant raisonnables.

Cette approche de l'évaluation de l'entreprise se propose de rester le plus près possible de la pratique. Dans une première partie nous examinerons les généralités et les modalités de l'évaluation. Ensuite, en partant des propositions de la théorie, nous apporterons une dimension pratique aux données nécessaires à cette évaluation.

## 2.1 Généralité et modalité de l'évaluation

Il faut bien préciser que la marge est grande entre ce qui est préconisé par la théorie et ce qui est appliqué "sur le terrain". De la même façon, des intérêts très divergents à la base d'une procédure d'évaluation peuvent conduire à des résultats différents pour une même entreprise. Il y a enfin de grandes différences entre le prix de l'entreprise et sa vraie valeur. Il devient donc très difficile, voire impossible, de proposer une méthode précise ou une liste fixe de données nécessaires à l'évaluation.

Selon la théorie cybernétique, l'entreprise fait partie d'un système d'adaptation en cercle (Regelkreis) et est insérée dans un environnement dynamique. Sa capacité de survie se base sur ses possibilités d'adaptation aux changements environnants. Ceci exige une structure d'objectifs pyramidale avec les données stratégiques au sommet (pour l'ensemble de l'entreprise) et opérationnelles à la base (pour les éléments particuliers). Cette théorie nous amène à deux considérations.

D'une part il n'est pas possible de simplifier la recherche en évaluant l'entreprise en petites fractions, dont l'addition nous donnerait la valeur globale. "Der Wert einer Gesamtheit ist mehr als die Summe des Wertes seiner Teilen"<sup>3</sup>. Cela nous laisse donc supposer qu'il ne s'agit pas seulement de se baser uniquement sur une valeur comptable, mais qu'il convient également de rechercher des valeurs immatérielles, qui se concrétisent par la combinaison d'éléments non considérés dans la comptabilité, afin de déterminer la valeur.

D'autre part, une évaluation statique (se limitant à la valeur

---

<sup>3</sup>cf. Wuketits, Biologie und Kausalität, Berlin 1981, pp.88-89 cité dans: Prof. K.Bleicher, Einführung in die allgemeine Managementlehre.

Ces principes de globalité font partie de la pensée orientée vers le système (systemorientierten Denkens), qui s'oppose aux principes analytiques. Vester (dans Zukunftsprognosen, Modelle, Strategien, pp.32-73) dans l'exposition de ses règles bio-cybernetiques, fixe un principe de symbiose dans lequel il reconnaît l'importance de l'interdépendance entre les éléments d'un système et la nécessité de considérer leur importance dans un contexte global et non isolé (p.70).

substantielle ou patrimoniale) se révèle inacceptable. La capacité d'adaptation au dynamisme de l'environnement, et donc de survie, peut se mesurer seulement en considérant des données représentant les résultats de l'activité de l'entreprise, qui prennent donc en cause plusieurs périodes et non seulement un moment fixe (c'est ce que l'on verra plus tard sous l'appellation de "valeur de rendement").

En parallèle, Münstermann<sup>4</sup> émet les deux principes d'évaluation suivants:

- principe de l'unité d'évaluation: l'entreprise doit être évaluée dans son ensemble et non pas comme somme des valeurs individuelles<sup>5</sup>;
- principe de l'évaluation orientée vers le futur: seuls les résultats futurs représentent la valeur de l'entreprise.

Les résultats de l'évaluation peuvent différer aussi suivant la subjectivité, respectivement l'objectivité de l'analyse. Ces caractéristiques peuvent se présenter sous différentes formes:

- dans l'interprétation des données et dans leurs évaluations<sup>6</sup>. Les conditions subjectives, en ce qui concerne la force contractuelle, reflètent ici l'attitude des deux parties contractantes, à savoir l'acheteur et le vendeur, et révèlent des variations engendrées par les intérêts personnels des parties en cause. Les conditions objectives expriment par réflexe la valeur, toutefois en faisant abstraction de l'influence de ses

---

<sup>4</sup>cf. Münstermann, Wert und Bewertung der Unternehmung, cité par: Helbling, L'évaluation d'entreprises, p. 20

<sup>5</sup>Ce principe trouvera également une application dans d'autres chapitres de ce travail, voire dans la détermination du prix de blocs de contrôle.

<sup>6</sup>cfr. Guatri, La valutazione delle aziende, p.5; Krag, op.cit., p.70; Künnemann, Objektivierete Unternehmungsbewertung, p.25 ss., Ferrero, La valutazione economica del capitale d'impresa, p.78

intérêts personnels;

- dans la particularité des données et des résultats dépendant de la capacité et des relations du propriétaire<sup>7</sup>.

Dans ce cas spécifique, nous considérons comme données objectives celles qui sont mesurables directement, sur lesquelles ni le choix ni l'opinion de celui qui exerce l'évaluation n'ont d'influence. Puisque l'évaluation nécessite également des données se référant au développement futur, l'objectivité peut être différemment lésée selon le degré de vraisemblance de ces prévisions.

En conclusion, nous pouvons affirmer que plus le degré de subjectivité contenu dans les données sera élevé, moins grande sera la vraisemblance du résultat et la fiabilité de la méthode d'évaluation<sup>8</sup>.

A ce point, une précision s'impose: le caractère et les modalités d'une évaluation sont normalement déterminés par les motifs qui ont décidé l'évaluation. Il y a par exemple de grandes différences d'ordre méthodologique entre une évaluation d'entreprise en vue d'une fusion et celle en vue de l'achat d'une action. Il faut aussi noter que les informations disponibles, tout comme l'attention requise, ne sont pas les mêmes dans les deux cas. Helbling<sup>9</sup> propose à cet égard de modifier les théories vues auparavant. Il refuse les termes "subjectif" et "objectif" en les substituant avec:

- valeur de conciliation: les intérêts des deux parties sont pris en considération. Cette méthode mérite d'être appliquée dans la plupart des évaluations (fusion, évaluation judiciaire, etc.);

---

<sup>7</sup>cf. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung (1954) p.41, cité par: Künnemann, op.cit., p.8. Il est toutefois conseillé de faire abstraction de ces données.

<sup>8</sup>cf. Guatri, op.cit., p. 18

<sup>9</sup>cf. Helbling, op.cit., p.25

- valeur de décision: valeur établie en fonction d'un but déterminé et unilatéral. Elle exprime plutôt le point de vue d'une seule partie.

Une évaluation d'entreprise est nécessaire pour différentes raisons:

l'achat d'une action; le going public; la prise de participation (en conséquence d'une croissance externe ou diversification); la fusion; la faillite (il s'agirait dans ce cas de la valeur de liquidation, moins grande que celle fondée sur l'hypothèse d'une poursuite de l'exploitation, la going concern value); la cession partielle ou totale des actifs; la liquidation d'une succession; l'augmentation de capital; l'octroi de crédits; l'entrée en relations; la coopération industrielle ou commerciale (joint venture); la détermination de la valeur pour l'impôt sur la fortune; l'expropriation; la succession;... .

En comparant ces possibilités avec les principes de Helbling, nous pouvons soutenir, entre autres, que la fusion de sociétés nécessite une valeur de conciliation (avec par conséquent le plus d'objectivité possible) et que l'augmentation de capital se base plutôt sur une valeur de décision (où l'élément subjectif peut s'apprécier selon les conditions du marché).

Une dernière considération s'impose à propos de l'acteur de l'évaluation. Nous envisageons trois possibilités:

- l'évaluation est pratiquée par l'intéressé lui-même. C'est donc le cas d'une augmentation de capital, et il convient de déterminer le prix d'émission. L'acteur dispose en principe de toutes les informations qui lui sont nécessaires;

- l'évaluation est pratiquée par un organe neutre. Il s'agit ici d'une fusion par exemple. Pour arriver à une solution convenable, l'acteur doit pouvoir disposer de la même quantité et qualité d'informations que les parties en cause;

- l'évaluation pratiquée par un élément du marché. C'est le cas par exemple d'une acquisition sur le marché. L'acteur ne dispose dans ce cas que d'une petite partie des informations qui lui seraient nécessaires. Son évaluation se révélera très subjective et simpliste, donc imparfaite. Dans ce dernier cas il faut plutôt parler d'"estimation".

## 2.2 Aperçu des données nécessaires pour le diagnostic de l'entreprise

L'entreprise n'est pas exclusivement représentée par un ensemble de chiffres de bilans ou de comptes d'exploitation. Elle revêt différentes fonctions selon les buts que se donnent les particuliers qui entrent en contact avec elle. L'ensemble de ces particuliers (dont font partie d'un côté les propriétaires, les organismes de crédit, les employés, et d'autre part les clients, les fournisseurs, l'Etat, et la concurrence) lui confèrent le paradigme d'organisation vivante. Cette organisation vivante qu'est l'entreprise acquiert, avec le temps, des caractéristiques propres qui ne changeront ni facilement ni rapidement. La connaissance de ces caractéristiques nous permettrait donc de faire des estimations et des projections futures relativement acceptables. Celles-ci interviennent seulement partiellement lors de l'évaluation courante de l'entreprise: la plupart du temps elles font parties des considérations prises en compte lors de la détermination du taux de capitalisation (chapitre 2.3), et sont d'autre part considérées en tant que données incorporables, ou encore faisant partie du goodwill. Nous estimons toutefois qu'une considération globale de ces facteurs s'impose lors d'une sorte de diagnostic de l'entreprise. Ceci s'explique par la difficulté, voire l'impossibilité d'un repérage quantifié. Il arrive également fréquemment que ces facteurs soient oubliés lors de l'évaluation de l'entreprise, que ce soit pour des raisons d'opportunité ou de simplification.

Ce que nous proposons ici est sûrement complexe, nous attachant à donner une valeur significative de quantité à ces valeurs. Nous procédons d'abord à une subdivision de ces données en :

- caractéristiques historiques
- données humaines
- données techniques
- caractéristiques de marché et de stratégie
- dépendance de l'administration ou de la politique de l'Etat.

Il convient de savoir quel degré d'importance donne la pratique aux différentes données, bien que la façon dont elles soient

appréhendées nous échappe, vu la forte subjectivité déployée lors de ce type de quantification. Leur intérêt particulier, dû au fait que la plupart d'entre elles sont saisissables lors d'une évaluation "externe", nous permettant de proposer des analyses sur des titres cotés en bourse<sup>10</sup>, impose une définition nominale<sup>11</sup>:

#### Caractéristiques historiques et sociales

- type juridique
- géographie de l'actionariat
- composition du conseil
- poids des familles, des banques
- changements de direction
- crises et conséquences

#### Données humaines

- âge moyen et turnover (années de présence dans l'entreprise)
- capacité, professionnalisme, style de conduite, entente de la direction
- nombre d'employés, niveau qualitatif
- situation sociale (convention collective, situation salariale, politisation des syndicats, grèves)
- situation sur le marché du travail

#### Données techniques

- niveau technique des moyens de production
- capacité à promouvoir ou à s'adapter à de nouvelles technologies
- type de fabrication (processus automatisé)

---

<sup>10</sup>Cette analyse est en réalité beaucoup plus complexe et comprend d'autres valeurs. Nous traiterons ce sujet dans les chapitres 2.4 et 3.

<sup>11</sup>Cf. Brillman-Maire, Evaluation des entreprises, pp.36-42 Sage, Comment évaluer une entreprise, pp. 6-10 Angénieux, Les fusions et l'évaluation, chapitre 17

Caractéristiques de marché et de stratégie (en considérant les synergies possibles dans le cas d'une acquisition)

- type de clientèle et dimensions du marché
- système et importance de la distribution
- quote-part de marché, capacité de marché de la concurrence
- croissance du marché
- capacité de diversification
- portfolio-analyse, phase de vie de ses produits
- concept de l'entreprise
- dépendance des fournisseurs

Dépendance de l'administration ou de la politique de l'Etat

- activité soumise à permissions, limitation, réglementations du marché
- relations avec le pouvoir politique
- dépendance de la politique économique ou financière de l'Etat
- situations politique et sociale interne au pays

Il est intéressant de vérifier à quel moment de l'évaluation ces données vont être considérées, à quel sujet, et comment seront-elles quantifiées:

- a. évaluées séparément et ajoutées (ou soustraites) à la valeur calculée
- b. considérées dans la formule même:
  - b1. en tant que pourcentage dans le taux de capitalisation du bénéfice
  - b2. dans la projection du bénéfice futur
  - b3. en tant que goodwill (badwill)
- c. ne sont pas considérées car réputées non déterminantes.

### 2.3 Méthodes d'évaluation théoriques

Comme nous l'avons déjà dit, la littérature est très riche en matière de méthodes d'évaluation d'entreprise. Le tableau suivant nous donne un aperçu de quelques méthodes dérivant de la formule de base<sup>12</sup>:

Formule de base :  $V = S + a (B/i - S)$

Selon la valeur attribuée au paramètre a, la formule revêt les caractéristiques des différentes méthodes d'évaluation:

a	définition des procédés
0	valeur substantielle
1	valeur de rendement
1/2	valeur moyenne
n.i	amortissement des superbénéfices
i/r	capitalisation séparée des superbénéfices

V = valeur de l'entreprise

S = valeur substantielle

B = bénéfice annuel

i = taux de capitalisation

a = facteur de goodwill

r = taux de capitalisation des superbénéfices

n = nombre d'années

L'évaluation de l'entreprise devrait en principe suivre la théorie du choix d'investissement et par conséquent s'appuyer sur le calcul de sa rentabilité. Un investissement sera choisi pour autant qu'il garantisse des recettes futures couvrant les dépenses entretenues et majorées d'un bénéfice. Mais le principe

---

<sup>12</sup>cf. Wagner, Was ist mein Unternehmen Wert, p.25 et Radke, Betriebswirtschaftliche Formelsammlung, pp. 240-268

du going concern d'une part (ne pouvant pas fixer la fin de cet investissement il faut le supposer illimité) et le fait de ne pouvoir disposer des données nécessaires (entre autres la valeur de liquidation), nous conduisent à laisser de côté cette méthode qui se révèle correcte du point de vue économique et théorique, mais qui ne nous conduit pas toujours au but recherché dans la pratique<sup>13</sup>. De plus cette théorie nous dévoile une valeur résiduelle (valeur de liquidation) faible voire nulle, alors que pour une entreprise cette valeur, même actualisée, a une incidence significative. Aussi la littérature n'a pas manqué de nous présenter plusieurs autres solutions.

Mellerowicz<sup>14</sup> soutient que la valeur de rendement, fondée sur les bénéfices futurs, est la seule et définitive valeur de l'entreprise, alors que la valeur substantielle n'a qu'une importance accessoire.

D'autres points de vue nous sont donnés par Viel, Bredt et Renard<sup>15</sup>:

"So besitzt denn auch jeder Wert einer Unternehmung in jedem Fall einen substantiell und damit einen materiell bedingten <Sachkern> (Vermögensmasse), weshalb jede Unternehmungsbewertung auf der Feststellung dieser Vermögensmasse und ihres Substanzwertes aufbauen muss."

Käfer<sup>16</sup> s'engage également sur la même voie, et sa motivation revêt à nos yeux une grande importance, car il préconise une protection contre des dangers survenus récemment. La valeur substantielle a pour lui une importance fondamentale, car elle

---

<sup>13</sup>Cette opinion trouve également sa place dans les recommandations de l'UEC de 1980, cf. SFS, Apropos, nro 52, p.20

<sup>14</sup>cf. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, p.20

<sup>15</sup>cf. Viel, Bredt, Renard, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, p.26

<sup>16</sup>cf. Käfer, Substanz und Ertrag bei Unternehmungsbewertung, p.297

empêche des manoeuvres de liquidation de substance de l'entreprise juste avant que celle-ci ne soit acquise. Ceci est entre autres une méthode de défense appliquée dernièrement aux Etats-Unis par les entreprises menacées par les coups d'un "raider"<sup>17</sup>. En justifiant à la fois l'importance de la valeur de rendement, il soutient alors la méthode des deux valeurs combinées (valeur moyenne), donnant des garanties suffisantes de justesse du résultat.

Schmalenbach<sup>18</sup> partage la théorie de la moyenne arithmétique entre la valeur de rendement et la valeur substantielle.

En 1960, un groupe de travail mis sur pied par l'Union européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers (UEC) proposa la méthode dite de la capitalisation temporaire des superbénéfices (méthode de la rente du goodwill capitalisée sur une durée limitée)<sup>19</sup>. L'UEC a d'ailleurs changé ses lignes directrices en 1980, proposant la méthode de la valeur de rendement<sup>20</sup> en tant que méthode d'évaluation.

Une étude, toujours de 1980<sup>21</sup>, montre toutefois que 64% des experts interrogés emploient souvent la méthode de la valeur moyenne, 41% celle proposée par l'UEC (1960), et 14% celle de la valeur de rendement. Cette étude ne fait que confirmer un sondage de 1969 de la Chambre suisse des Sociétés fiduciaires, sondage effectué auprès de 80 experts comptables, lequel rapportait que la méthode de la valeur moyenne était la plus répandue<sup>22</sup>.

---

<sup>17</sup>voir chapitre 5.4

<sup>18</sup>cf. Schmalenbach, *Beteiligungsfinanzierung*, p.67 s.

<sup>19</sup>cf. Viel/Bredt/Renard, *op.cit.*, 1ère édition, cité par: Helbling, *op.cit.*, p.39

<sup>20</sup>cf. SFS, *op.cit.*, p.20

<sup>21</sup>cf. le travail de diplôme de H.-J.Bollhalder, cité par Böhmler, *Unternehmensfinanzierung*, p.481

<sup>22</sup>cf. Helbling, *L'évaluation d'entreprises*, note dans le texte no 52

### 2.3.1 La valeur de rendement

Elle est considérée comme étant une bonne base d'évaluation, du fait qu'elle est directement liée à la capacité de l'entreprise à produire du revenu. Elle contient des paramètres dynamiques se référant aux résultats des exercices passés et présents et même à des projections futures. Le bénéfice attendu est alors capitalisé à un taux  $i$ :

$$V = B/i$$

Cette valeur est cependant incertaine dans la mesure où le bénéfice futur et le taux de capitalisation sont déterminés de façon subjective.

#### 2.3.1.1 Le facteur B

Le bénéfice à considérer doit exprimer le rendement normal de l'entreprise, qui doit être déterminé sur la base de projections autant que sur celle de vérifications historiques. De plus il est nécessaire d'isoler toutes sources de bénéfice à caractère extraordinaire - qui ne font pas partie de la gestion ordinaire - pour confirmer le principe de reproductibilité.

Il va de soi que les valeurs doivent être ramenées à leur niveau réel et non pas au niveau comptable.

- Les amortissements: ils doivent suivre le principe économique et non celui de sécurité;
- Rémunérations du personnel: les salaires du management doivent figurer à une valeur commune à la branche et à la fonction. Nous évitons de cette façon les rémunérations cachées des personnes qui seraient en même temps actionnaires de la société;
- Réserves latentes: dans les exercices passés il convient de rechercher les postes qui ont été modifiés en vue de la formation de réserves et de reporter ces

comptes à leur valeur habituelle;

- Intérêt: l'intérêt sur le capital hors exploitation ne doit pas figurer dans le bénéfice en question; les taux d'intérêt débiteurs qui ont un caractère douteux (sur des prêts d'actionnaires par exemple) doivent être corrigés selon les données du marché correspondantes;

- Impôts: ils doivent être calculés à nouveau en raison des corrections intervenues.

Les coûts d'exploitation doivent être sortis du calcul interne à l'entreprise.

La projection du bénéfice futur est sans doute la partie la plus difficile dans la détermination du facteur B. Les constatations du passé nous permettent de déduire l'évolution future en analysant le développement des différentes variables qui la composent. Les prévisions de développement de la branche ainsi que le marché de chaque poste qui influe sur le bénéfice devraient conduire à une projection objectivement acceptable. Ce qui est difficilement quantifiable, ce sont les effets des synergies qu'un acquéreur suppose pouvoir développer. Mais celles-ci n'auraient d'intérêt que pour un contractant (l'acheteur notamment) et n'intéressent donc pas une évaluation qui vise à établir le prix de médiation. Elles seront déterminantes plus tard, car influençant la valeur boursière<sup>23</sup>.

Dans le but d'atteindre l'approximation la plus acceptable possible, il est impératif de faire une analyse de la structure des coûts et une étude du cycle de vie des produits ainsi qu'une analyse de la conjoncture.

#### 2.3.1.2 Le taux de capitalisation

Le taux de capitalisation peut être défini en tant qu'expression de l'intérêt minimal requis par l'investisseur en couverture des coûts d'opportunité.

---

<sup>23</sup>cf. chapitre 3.

Helbling<sup>24</sup> lui attribue deux fonctions:

- escompter les montants futurs à une date déterminée, afin de pouvoir les additionner;
- tenir compte du risque inhérent à l'opération de l'entreprise (si celui-ci n'est pas déjà considéré ailleurs).

La grande partie des auteurs<sup>25</sup> propose un taux de capitalisation se composant du taux d'intérêt pour des obligations d'Etat à long terme (sans risque donc), plus un pourcentage dû au risque de réalisation et à la difficulté de libérer le capital. Viel/Bredt /Renard<sup>26</sup> proposent la quantification suivante: au taux d'intérêt de base s'ajouteront une majoration de 50% pour immobilisation de capital (coût d'opportunité) et une majoration à déterminer en fonction du risque encouru par l'entreprise.

Une simplification de ce genre est toutefois dangereuse, surtout compte tenu des grandes différences de valeur pouvant survenir en raison de petites variations du taux. Par conséquent une analyse plus précise s'impose.

A ce propos, la procédure qui nous paraît la plus correcte est celle de l'attribution d'un pourcentage, proportionnel au degré d'importance au sein de l'entreprise, prenant en compte chacun des facteurs de détermination du taux de capitalisation, soit<sup>27</sup>:

- Intérêts de base: rendement moyen des obligations d'Etat;
- Majoration pour difficultés de réalisation (manque de mobilité): +1 à +3%;

---

<sup>24</sup>Helbling, L'évaluation d'entreprises, p.151 ss.

<sup>25</sup>voir par exemple Guatri, op.cit., p.101-107; Sage, op.cit., p.129

<sup>26</sup>Viel/Bredt/Renard, op.cit., p.122 ss.

<sup>27</sup>cf. SFS, op.cit., p.13

- Majoration pour risque d'entreprise: branche; concurrence; fluctuations des bénéfiques; influences de l'environnement; marge brute; qualité du management (réglementation de la succession); structure du personnel, organisation et dimensions de l'entreprise; localisation (situation politique, sociale, logistique); liens de dépendance ou engagements contractuels; forme juridique de l'entreprise; compositions des actifs et possibilités de financements: +2 à +4%;
- majoration pour distribution partielle de bénéfice: + 1/2 à 1%;
- déduction à titre de protection contre la dévaluation monétaire: -1 à -3%;
- choix de la méthode d'évaluation: 0 à +/- 4%;
- comparaison avec des investissements de remplacement;
- évolution des taux d'intérêt.

Une caractéristique non quantifiable peut s'immiscer dans certains de ces facteurs, aussi est-il judicieux de considérer ces données dans la méthode de la valeur de rendement. Elles jouent un rôle non négligeable dans la valeur globale de l'entreprise et dans le taux de capitalisation.

En conclusion nous pouvons affirmer, à propos de la valeur de rendement, qu'il est difficile de faire une distinction entre faits et espérances, entre circonstances objectives et évaluations subjectives.

Guatri<sup>28</sup> arrive même à soutenir que la détermination des bénéfiques futurs n'est la plupart du temps qu'un exercice de pure fantaisie, et aboutit à un résultat qui ne peut être ni sujet d'une démonstration, ni vérifiable: valeur qu'aucun acheteur ne

---

<sup>28</sup>cf. Guatri, op.cit., p.111

pourrait d'ailleurs accepter, sinon par jeu de hasard. Il faut donc supposer que la plupart des calculs sur la capacité de l'entreprise à générer du bénéfice se basent sur des données du passé, et que leur vraisemblance repose surtout sur la capacité, les connaissances et l'expérience de l'acteur de l'évaluation.

### 2.3.2 La valeur substantielle

Cette valeur trouve dans la littérature différentes terminologies. Elle est aussi nommée valeur de patrimoine<sup>29</sup>, valeur intrinsèque<sup>30</sup>, ou encore valeur historique de reproduction<sup>31</sup>. Viel/Bredt/Renard interprètent cette valeur de la façon suivante:<sup>32</sup>

"Die eingesetzte Substanz erhält somit Wert und Bedeutung dadurch, dass sie als Mittel zur Erzielung eines Nutzen dient, durch den die Unternehmung ihrerseits Wert erlangt".

Elle représente la valeur des biens matériels utilisés par l'entreprise pour créer un certain bénéfice. Elle trouve de grandes applications car ses calculs se basent sur des données facilement repérables, notamment celles du bilan.

Il arrive toutefois que ces données comptables ne correspondent qu'à leur valeur réelle dans leur fonction d'exploitation uniquement.

Il faut donc nécessairement séparer les éléments d'exploitation des éléments hors exploitation. Ces derniers doivent être évalués à part pour leur valeur de liquidation, car ils ne concourent pas à la réalisation de bénéfices; par conséquent leur prise en

---

<sup>29</sup>cf. Guatri, op.cit., p.32; Bravard, L'évaluation des entreprises, p.30

<sup>30</sup>cf. Bravard, op.cit., p.6

<sup>31</sup>cf. Helbling, op.cit., p.29; SFS, op.cit., p.7

<sup>32</sup>cf. Viel/Bredt/Renard, op.cit., p.28

considération ne nous permettrait pas de comparer la valeur substantielle à la valeur de rendement<sup>33</sup>. Les valeurs restantes doivent être privées de toute prescription fiscale et de tout principe de prudence. Tout ceci nous permet de nous approcher de la valeur de reproduction des biens au bilan.

Il est possible de faire une distinction entre les biens d'exploitation:

- biens comptabilisés, c'est-à-dire tous les biens matériels et certains incorporels;
- biens incorporels non comptabilisés, mais qui ont une valeur de marché;
- autres biens incorporels non comptabilisés, et qui n'ont pas une valeur de marché.

La prise en considération de ces données à des moments différents de l'évaluation caractérise les différentes méthodes d'évaluation de la valeur substantielle. Nous proposerons ici la démarche qui nous paraît la plus convenable.

Lors d'une première phase nous déterminons l'actif brut (corrigé à sa valeur réelle), auquel nous déduisons le passif exigible, pour obtenir ainsi l'actif net réel. Nous ajoutons ensuite le patrimoine hors exploitation à sa valeur de liquidation. Si seule la valeur substantielle sert à l'évaluation de l'entreprise, nous ajouterons au résultat précédent les données incorporelles évaluables. Si, par contre, elle nous sert de comparaison avec la valeur de rendement, ces données incorporelles peuvent être négligées, étant déjà considérées dans cette dernière.

#### 2.3.2.1 L'actif brut

Nous avons déjà dit qu'il fallait évaluer les postes du bilan selon des principes économiques, c'est-à-dire vérifier que les postes actifs soient basés sur des documents d'inventaire

---

<sup>33</sup>voir à ce propos le paragraphe sur le goodwill

valables, et que les créances soient effectivement solvables.

- Les créances: au montant comptable il faut déduire le poste de ducroire;

- Les stocks: les marchandises en souffrance sont communément évaluées selon le principe LIFO (last in, first out). Il faut bien distinguer à quel échelon de l'exploitation se trouve le produit. Les matières premières sont évaluées selon les prix sur le marché. En ce qui concerne les produits semi-finis et finis, il faut bien considérer le calcul qui est à la base de la détermination du prix. Ces produits devront donc être évalués sur la base du prix, déduction faite du bénéfice et des frais de commercialisation;

- Les participations: les titres cotés pourront être évalués à un cours moyen. Les titres non cotés doivent subir un calcul de plus ou moins-value comparé à la valeur nominale. Cette différence peut être estimée en comparant ces titres avec d'autres titres similaires, mais cotés. S'il s'agit de participation de contrôle, l'évaluation doit se baser sur le bilan consolidé;

- Les immobilisations: la valeur de terrains peut faire l'objet d'estimations fiscales, ou être le résultat d'une appréciation par comparaison. Il faut à ce sujet retenir les différentes possibilités d'exploitations du terrain en question. La valeur des constructions peut se baser soit sur des indices de dépréciation<sup>34</sup>, soit sur des estimations déterminées à partir du coût de reconstruction ou de reconstitution.

#### 2.3.2.2 Le passif exigible

Pour déterminer la valeur du patrimoine (l'actif net), il

---

<sup>34</sup>Ces méthodes sont aussi appelées indiciaires, cf. Sage, op.cit., p.37 ss.. Il cite à ce propos trois exemples.

convient de déduire de l'actif brut tous les capitaux qui "signifient une sortie future de biens et de prestations, sans qu'il n'en résulte une contre-prestation"<sup>35</sup>.

- Capitaux étrangers: les démarches théoriques proposées à ce sujet sont fort variées; les capitaux étrangers peuvent être évalués à leur valeur nominale<sup>36</sup> ou bien être actualisés<sup>37</sup>. Toutefois nous partageons à ce propos l'opinion exprimée par Viel/Bredt/Renard<sup>38</sup>, qui précise que si la dette coûte un taux d'intérêt moyen, il est possible de l'assumer à la valeur nominale; par contre si l'intérêt est bas (resp. haut) par rapport au marché, la dette devra être actualisée et son avantage (resp. désavantage) devra être pris en compte dans l'évaluation. L'analyse des dettes nous est également utile pour la détermination de la qualité et de l'origine de ces capitaux: les prêts des associés sont par exemple normalement compensés par des taux d'intérêts forts qui servent à une distribution de bénéfices occultés. Reconnaître ces données nous est nécessaire dans la détermination du bénéfice durable lors de l'évaluation par le rendement.

- Les provisions: il faut rechercher de vraies provisions et ne pas entreprendre une double déduction. Les provisions sont une sorte de réserve liée à un but bien précis et elles visent des dépenses dont le montant n'est pas encore connu. Elles peuvent être constituées par exemple pour compenser des dégâts, en tant que prévoyance en faveur du personnel, ou pour assurer le remplacement de biens d'exploitation. A la suite de ce dernier exemple, il faut veiller à ne pas doubler la déduction déjà faite avec les

---

<sup>35</sup>cf. Halbling, op.cit., p.97

<sup>36</sup>cf. SFS, op.cit., p.9

<sup>37</sup>cf. Bravard, op.cit., p.43

<sup>38</sup>cf. Viel/Bredt/Renard, op.cit., p.100

amortissements dans l'évaluation des actifs. Cette provision servirait en effet à couvrir la différence négative des amortissements avec le coût de reproduction.

- les impôts latents sur les réserves non imposées (charges fiscales potentielles sur les plus-values): lors de la réexposition des données du bilan à leur valeur réelle, nous obtenons des plus-values qui doivent, potentiellement au moins, être imposées fiscalement. Il s'agit de toutes sortes de réserves dont l'imposition fiscale manquée doit encore être déduite. Bien évidemment, le but que se propose d'atteindre le mandataire de l'évaluation sera déterminant dans la question de les imposer effectivement ou non. Elles resteront toutefois liées à un but bien précis, et l'acquéreur ne pourra en disposer librement sans s'astreindre à une imposition. Il s'agit d'une charge fiscale potentielle, mais il serait imprudent de ne pas la considérer lors d'une évaluation globale des valeurs qui sont destinées à se manifester (probablement) dans le futur<sup>39</sup>.

#### 2.3.2.3 Le capital hors exploitation

Nous nous sommes déjà prononcés sur l'opportunité de ne pas considérer ces biens dans l'évaluation de l'entreprise. Ils ne représentent en effet aucun intérêt précis pour l'acheteur, car ne concourant pas aux fins d'exploitation que s'est donnée l'entreprise. Ils doivent donc être évalués selon le principe de liquidation et être ajoutés à la valeur déterminée de l'entreprise.

#### 2.3.2.4 Les éléments incorporels

Dans plusieurs secteurs, voire dans les services, ce ne sont ni

---

<sup>39</sup>Helbling donne à ce propos une explication étendue sur les méthodes de calcul, cf. L'évaluation d'entreprises, pp. 107-120

la valeur du patrimoine, ni les valeurs matérielles en général qui déterminent la grande partie de la valeur d'une entreprise, mais plutôt les valeurs incorporelles. La valeur d'un fonds de commerce de détail par exemple, est davantage fonction de l'emplacement que du résultat. Nous avons vu qu'il y avait des éléments incorporels qui avaient une valeur de marché, donc quantifiables, et d'autres qui n'étaient évaluables qu'au travers d'estimations subjectives. Dans ce paragraphe nous nous occuperons des premiers; les seconds feront l'objet d'un prochain paragraphe.

Cette catégorie d'éléments incorporels comprend entre autres par exemple les licences, brevets, concessions, les logiciels informatiques, modèles, marques, etc.. Généralement nous pouvons disposer d'un prix courant, non pas spécifiquement sur ce bien, mais sur des biens similaires. Il s'agit donc plutôt d'une application de type analogique, avec des informations qui sont données par le marché, et que nous sommes libres d'accepter ou non, mais dont nous ne pouvons discuter la logique. Il y a toutefois des biens dont nous pouvons calculer la valeur sans nécessairement prendre en compte d'autres paramètres qu'eux-mêmes. C'est le cas des brevets, dont la durée de validité ou les perspectives de redevances peuvent nous conduire à une approche évaluative acceptable. Il y a d'autres valeurs, comme la recherche et le développement ou la publicité, qui sont difficilement quantifiables. La recherche et le développement, par exemple, n'aboutissent pas régulièrement à des résultats positifs, et leurs apports sont difficilement quantifiables. Pourtant ces dépenses se trouvent souvent activées dans le bilan. Il s'agit ici d'un cas limite, car il conviendrait d'établir une étude comparée dans ce secteur pour déterminer si ces dépenses assureraient un certain avantage stratégique. De cette comparaison sectorielle nous déduirons ensuite une quantification, pour aboutir enfin à la valeur réelle de cette division. Le même discours peut être traduit sur le réseau de commercialisation.

#### 2.3.2.5 Le goodwill

Comme nous avons déjà pu le relever auparavant, la littérature sur l'évaluation d'entreprises trouve difficilement une unité de

doctrine, notamment sur les définitions. C'est donc aussi le cas du goodwill.

Bravard<sup>40</sup> le définit en tant qu'ensemble des biens incorporels (ce qui serait en évidente opposition avec la théorie que nous avons voulu appliquer jusqu'à présent), Sage<sup>41</sup> le considère en tant que superbénéfice.

Aux Etats-Unis, où la tenue de la comptabilité est réglementée dans le Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), le goodwill est reconnu dans le bilan lorsqu'il y a une acquisition, et il est considéré en tant que "premium value". La définition qui en est dérivée est très ponctuelle<sup>42</sup>:

"it is defined as the ability to generate earnings in excess of the amount necessary to provide a normal rate of return on investment in assets".

En généralisant, nous pouvons dire qu'il correspond à la partie du patrimoine de l'entreprise qui ne peut être convenablement évaluée, et qui ne fait donc pas partie de la valeur substantielle. De cette façon nous partageons l'hypothèse de la présence d'un goodwill déterminé par la différence positive entre valeur de rendement et valeur substantielle. Nous nous basons sur le fait que les éléments immatériels, bien que non considérés dans la substance, concourent toutefois à la formation de bénéfices et sont malgré tout considérés lors de la configuration du taux de capitalisation. Cette hypothèse, acceptable et très répandue, comporte certains dangers, dont la double évaluation des données incorporelles. Dans l'application d'une méthode il est nécessaire d'agir conséquemment aux prérogatives d'application d'une autre méthode; si une donnée incorporelle est déjà considérée dans la valeur substantielle, elle ne doit pas faire partie des attentions dans l'application de la méthode de rendement. Ceci est important si nous nous servons des deux méthodes dans l'évaluation de l'entreprise. Si nous choisissons la seule valeur substantielle, il faut, comme nous l'avons déjà suggéré

---

<sup>40</sup>cf. Bravard, op.cit., p.45

<sup>41</sup>cf. Sage, op.cit., p.76

<sup>42</sup>cf. Cross, Intangible assets, p.46

auparavant, considérer le plus de valeurs incorporelles possibles (celles faisant partie du sous-titre 2.3.2.4). Les autres données incorporelles, celles qui, selon notre définition du goodwill, ne sont pas directement ou indirectement convenablement quantifiables, pourront faire l'objet, le cas échéant, d'une estimation subjective. De ces éléments font partie par exemple le capital humain (dont le degré de formation du personnel), le niveau de développement technique, l'image de l'entreprise, sa position et ses contacts avec l'environnement (les créanciers, les porteurs commerciaux, la concurrence, la clientèle), le degré de diversification, la stratégie à court, moyen et long terme, etc.. Il est vrai que nous avons essayé de rassembler tous ces facteurs dans le concept du bilan social de la société, mais il s'agit là plutôt d'un instrument de relations publiques que d'une approche analytique quantifiée selon des paramètres convenables à une évaluation - son approximation le limitant au but général poursuivi à l'origine -. Toutefois il est vrai qu'il peut donner un aperçu utile en vue d'une analyse plus détaillée.

Parmi les sociétés de services, où le patrimoine essentiel est constitué par les hommes qui y travaillent et leurs qualités, le goodwill se révèle d'une importance vitale. L'exemple de l'acquisition de Hughes Aircraft Co. par General Motors Corp.<sup>43</sup> est caractéristique à ce sujet. La valeur de la transaction était de 5,2 mrd de \$ en 1985, et la valeur comptable des actifs acquis atteignait à peine les 800 mio de \$. La plupart des 4,4 mrd de différence avait été assignée aux goodwill. De nos jours nous savons que la grande partie de cette différence a été payée pour l'expérience et la compétence des hommes de Hughes.

Jusqu'à-là nous avons suivi l'hypothèse d'une entreprise qui compte sur un rendement positif et dont les perspectives sont bonnes. Dans le cas contraire (d'exploitation en principe en perte), nous sommes confrontés au badwill, qui est déterminé par la différence passive entre valeur de rendement et valeur substantielle. Sa limite supérieure est atteinte lorsque la valeur de l'entreprise est égale à la valeur de liquidation, et sa limite inférieure lorsqu'elle approche la valeur

---

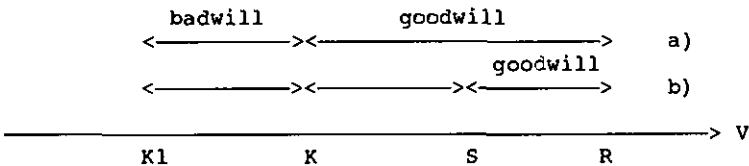
<sup>43</sup>cf. Flemholtz/Coff, Valuing human resources in buying service companies, p.40

substantielle.

La formule à adopter pour la détermination du goodwill est donc:

$$\begin{array}{l} E/i - K \quad \text{--->} \quad >0 \quad \text{goodwill} \\ <0 \quad \text{badwill} \end{array}$$

Le graphique suivant explique mieux les différentes méthodes de dérivation de ce facteur.



- K1 = valeur de liquidation
- K = valeur de patrimoine
- S = valeur substantielle
- R = valeur de rendement
- V = valeur de l'entreprise

Le cas a) s'explique par l'omission des valeurs incorporelles dans le calcul de la valeur du patrimoine. Le goodwill sera donc constitué par la totalité de ces facteurs (c'est la proposition Bravard).

Le cas b) relève de l'évaluation des valeurs incorporelles selon la méthode proposée précédemment. Dans les deux cas le goodwill est dérivé de la différence par rapport à la valeur de rendement. La différence de celui-ci est donc à imputer uniquement à l'interprétation de la façon de le déterminer.

Les dérivations du facteur goodwill sont nombreuses. Nous pouvons voir une corrélation directe avec l'image de l'entreprise (bien que celle-ci ne soit pas exempte de marginalité). Schmalenbach conclut même que plus le goodwill est élevé, plus le risque de concurrence est grand<sup>44</sup>.

Le badwill, pour sa part, compte deux composantes essentiel-

---

<sup>44</sup>cf. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, Leipzig, 1921; cité par Helbling, L'évaluation d'entreprise, p. 37

les<sup>45</sup>: les pertes attendues dans le futur et l'insuffisante rémunération du capital investi. Ce dernier est étroitement lié à la théorie du choix d'investissement, dans le sens de la comparaison des rentes.

La valeur substantielle est, comme nous l'avons répété à plusieurs reprises, une donnée de base, et ne devrait donc pas être appliquée isolément dans une évaluation d'entreprise. Elle est donc de préférence comparée à la valeur de rendement, et la corrélation entre les deux valeurs est à considérer comme une condition. "Il doit donc y avoir coïncidence entre la valeur substantielle et la valeur de rendement; les deux valeurs doivent concorder et se recouvrir."<sup>46</sup>

### 2.3.3 Méthode de la valeur moyenne

Schmalenbach est communément reconnu en tant qu'inventeur de cette méthode appelée aussi méthode des "praticiens". Selon cette méthode, la plus élémentaire des méthodes indirectes, la valeur de l'entreprise est le résultat de la moyenne arithmétique entre la valeur substantielle et la valeur de rendement.

$$V = 1/2 ( S + B/i ) \quad \text{ou} \quad V = S + 1/2 ( B/i - S )$$

Les formules mettent en évidence le fait que la valeur substantielle est majorée de la moitié du goodwill. Cette dépréciation est due d'une part à la faible fiabilité de l'estimation de ce dernier et d'autre part à sa capitalisation ainsi qu'à son amortissement. A l'origine, cette méthode se basait sur une valeur substantielle qui ne tenait pas compte des valeurs incorporelles. Si, au contraire, nous choisissons la méthode de détermination de la valeur substantielle proposée auparavant, une capitalisation supérieure s'imposerait.

Cette méthode porte à la critique dans la mesure où elle

---

<sup>45</sup>cf. Guatri, op.cit., p.175

<sup>46</sup>cf. Helbling, L'évaluation d'entreprises, p.94

détermine à priori la valeur de l'entreprise à la moitié exacte des valeurs de rendement et de la valeur substantielle. Nous pouvons soupçonner que la diversité de constitution et de fiabilité de la détermination du goodwill ne nous permet pas une telle généralisation. Ces paramètres (S et B) devraient comporter un poids différent dans la formule. Une entreprise nouvelle, par exemple, qui a de grandes perspectives futures et donc un grand potentiel de développement, et qui dispose de brevets et licences, sera censée avoir une valeur de rendement pondérée. La formule pourrait se présenter ainsi:

$$V = 1/3 ( S + 2B/i )$$

Cette pondération pourrait donc s'effectuer selon toutes sortes de caractéristiques propres à l'entreprise. Cette méthode est largement répandue dans la pratique, de par sa simplicité et du fait qu'elle saisit tous les aspects de l'entreprise.

#### 2.3.4 Méthode de la capitalisation temporaire des superbénéfices

Cette méthode, appelée aussi "de la durée limitée de la rente du goodwill", a été proposée par Viel/Bredt/Renard dans le cadre d'une commission de travail de l'UEC. Le concept de base consiste à ajouter à la valeur substantielle un montant pour indemnisation du superbénéfice, provenant de l'influence encore sensible de l'activité antérieure. Malgré les critiques que cette méthode a engendrées lorsqu'elle a été publiée (en 1960), les auteurs l'ont toujours soutenue, et encore récemment dans leurs derniers ouvrages<sup>47</sup>, la décrivant comme la plus satisfaisante.

Le point de départ est encore une fois la valeur substantielle. Nous estimons ici que l'acheteur ne doit pas indemniser le vendeur uniquement pour cette valeur, mais qu'il doit en plus lui payer une valeur adjointe exprimée par l'utilité capitalisée,

---

<sup>47</sup>Cf. Viel/Bredt/Renard, op.cit., p.66. Dans cet édition la formule est révisée et améliorée en comparaison avec celle de 1960

déterminée à la fois par l'indicisation normale de la valeur substantielle; aussi est-elle formée par des superbénéfices réalisables.

$$V = S + a_n ( B - iS )$$

Cette méthode est caractéristique quant à sa façon de déterminer le goodwill et quant à son amortissement. Il s'agit ici d'escompter les superbénéfices pour une durée égale à celle des amortissements du goodwill.

Le paramètre  $n$  reflète donc un nombre défini et limité d'années. Viel/Bredt/Renard précisent ainsi que la durée de la rente du goodwill est de trois à cinq ans pour un goodwill subjectivement conditionné, et de cinq à huit ans pour un goodwill objectivement conditionné. La détermination du taux  $i$  suit les directives du taux de capitalisation<sup>48</sup>. Le facteur d'actualisation ne doit pas obligatoirement se baser sur ce taux: certains auteurs<sup>49</sup> estiment que le taux d'intérêt déterminant le facteur d'actualisation devrait être en tout cas supérieur à  $i$ .

Le grand avantage de cette méthode est la simple adaptation aux différentes caractéristiques des entreprises. Le fait de pouvoir appliquer cette modification au niveau de la formule finale, et non pas dans la détermination de ses composantes, la rend intéressante et à tout point de vue efficace.

### 2.3.5 La break-up value

La break-up value correspond à l'inverse du going concern value. Sa traduction en valeur de liquidation ne correspond pas en réalité à sa vraie application. Ce concept a pris en effet place lors de leveraged buyout (LBO) et management buyout (MBO)<sup>50</sup>. Il s'agit à ce propos d'acquérir de gros conglomérats industriels,

---

<sup>48</sup>cf. chapitre 2.3.1.2

<sup>49</sup>cf. par exemple Guatri, op.cit., p.141

<sup>50</sup>Ces formes d'acquisitions sont approfondies dans le chapitre 5.4

pour les revendre après, élément par élément, et obtenir une marge supérieure au prix payé (asset stripping). Cette valeur est en parfaite contradiction avec la théorie cybernétique citée précédemment, selon laquelle la valeur d'un ensemble est plus grande que la somme des valeurs des éléments la constituant. Des précisions s'imposent donc.

La break-up value, c'est-à-dire la somme des valeurs des éléments constituant la société est supérieure à la valeur de la société elle-même lorsqu'il n'y a pas de fortes synergies ni d'interdépendances entre les sociétés du groupe. C'est normalement le cas du holding pur ou de participation, où les sociétés filles ne sont parfois liées à la société mère que par le propriétaire. Hanson Trust PLC<sup>51</sup>, par exemple, vend des cigarettes (Imperial tobacco), des piles électriques (Ever ready), des machines à écrire (Smith Corona), des matériaux de construction (Hanson Brick), des sauces et des aliments congelés (Imperial Foods), et d'autres encore. Chacune des unités de Hanson Trust a une valeur propre, qui n'est pas augmentée par le fait de faire partie d'un conglomérat. Il s'agit plutôt de la part de Hanson Trust, d'une diversification de l'allocation du capital ayant pour but la minimalisation du risque.

Les cas de Nestlé ou de Hero sont différents: le développement de stratégies communes, de synergies, d'interdépendances entre les différents éléments opérationnels augmente leur valeur d'ensemble, mais non celle des unités isolées. Faisant partie du goodwill, cette valeur adjointe déterminée par les synergies internes d'un ensemble est souvent soumise à des divergences sur son ampleur, divergences causées par la subjectivité de son extrapolation.

### 2.3.6 Conclusion

Chaque méthode rapportée dans ce chapitre comporte des inconvénients et des avantages. Aucune n'est infaillible, et

---

<sup>51</sup>cf. Hanson Trust PLC, Annual report 1986

celles qui ont été négligées, faute d'intérêt pratique, de place ou d'information, contiennent sans doute aussi des facteurs d'incertitude. Il existe toutefois une valeur de l'entreprise, même si dans la plupart des cas elle est déterminée par des estimations subjectives. Il n'en reste pas moins qu'elle sert à nous approcher de la réalité, selon le but d'origine et avec les limitations que le procédé est susceptible de nécessiter.

En outre il faut noter que même sur les places financières "les techniques d'estimation des entreprises remplacent de plus en plus les méthodes d'évaluation des actions, ou le simple fonctionnement d'un marché, dès que les opérations financières concernent des sociétés cotées<sup>52</sup>.

Le procédé à conseiller reste sans doute celui d'appliquer plusieurs méthodes en même temps, en tenant compte de leurs limites de fiabilité. Le résultat obtenu n'est pas forcément absolu, mais peut servir d'élément de comparaison. Ce qui est important pour notre analyse, c'est de pouvoir disposer d'une valeur rationnellement valable, en vue d'une comparaison avec la valeur de marché. Dans le chapitre 4 nous aurons la possibilité de revenir sur cette problématique.

---

<sup>52</sup>cf. Rosenfeld, L'évaluation des actions, p.23

## 2.4 Evaluation de l'entreprise dans la pratique

L'un des facteurs déterminent le choix de la méthode à considérer dans une évaluation est la qualité et la quantité d'informations dont nous disposons.

Nous estimons qu'une évaluation interne (en vue d'une augmentation de capital par exemple) se fait normalement avec toutes les données nécessaires. En principe chacune des méthodes analysées précédemment peut être appliquée. Les seules restrictions résideraient dans la difficulté de repérer des informations ainsi que leur pondération dans un laps de temps convenable. En effet, si nous n'étions pas conditionnés par le temps, nous pourrions calculer plusieurs valeurs et rechercher ensuite une moyenne pondérée selon le risque d'erreur que celles-ci comportent.

L'évaluation externe, pour sa part, peut se développer à deux échelons: d'une part l'évaluation d'une acquisition de la part de l'entreprise intéressée à l'achat, et d'autre part celle de l'analyste financier.

Dans l'évaluation interne comme dans l'évaluation externe, un des instruments à la base de l'information est le bilan consolidé. Il n'y a pas de lois en Suisse qui imposent aux sociétés (sauf les banques) le calcul d'un bilan consolidé. Cet instrument est toutefois unanimement reconnu dans la pratique.

### 2.4.1 L'évaluation d'une acquisition

Il s'agit à ce propos d'acquisitions conclues en accord avec la partie en cause. Les autres types d'acquisitions réalisées par le biais de rachat en bourse (OPA inamicales), délivrant les seules informations données au public, seront traités dans le prochain chapitre.

L'acheteur doit parvenir à disposer de données correspondant à la réalité. Le facteur variable reste le goodwill et l'acheteur doit être conscient du fait que ce montant devra être amorti encore dans l'exercice courant (ne pouvant pas figurer au bilan).

Il est également important de savoir dans quels délais une acquisition rapportera des intérêts au capital investi et contribuera au cash flow consolidé. La meilleure solution serait le calcul d'investissements et l'extrapolation du ROI avec la capitalisation des recettes futures. L'effet des synergies internes et les motifs déjà vus auparavant nous imposent désormais l'abandon de cette méthode.

Lors de l'acquisition, la considération stratégique reste le facteur déterminant, et l'élément prospectif le paramètre d'évidence. La valeur substantielle n'est donc pratiquement jamais prise en considération, sauf dans le cas d'immobilisations hors exploitation. La valeur fondamentalement valable est la valeur de rendement. C'est le futur, et non le passé qui est digne d'intérêt dans l'entreprise. Il y a tout de même des cas où l'importance stratégique dépasse toutes sortes de considérations sur la valeur effective de l'entreprise. C'est le cas d'acquisitions importantes, comme celles de Carnation et Rowntree effectuées par Nestlé, pour lesquelles on fixe un prix limite qu'on est prêt à payer, établi seulement sur la base des avantages synergiques qui en découleraient.

Les risques d'inexactitude lors d'une évaluation sont très grands et même fréquents. L'une des possibilités pour limiter le risque consiste à fixer un montant d'achat susceptible d'être corrigé dans un délai d'un an après la transaction. Ceci permet à l'acheteur d'effectuer des vérifications de comptabilité et de marché de l'objet racheté. Ceci n'est qu'une solution extrême pour des cas particuliers d'acquisitions marginales. Il est en effet d'usage de laisser à l'acheteur les risques de l'acquisition de l'objet.

Il y a beaucoup de cas où les estimations précédant l'achat ne se sont pas confirmées dans la réalité. UBS a perdu 250 millions de francs suisses dans l'acquisition de Phillips & Drew, car le management de celle-ci montrait une certaine lassitude<sup>53</sup>; l'acquisition de Kern par Wild-Leitz, opérée sans une étude attentive des chiffres du bilan, a réservé à l'acquéreur la surprise de marchandises en souffrance d'un montant bien supérieur à celui qui avait été estimé, causant des amortisse-

---

<sup>53</sup>cf. NZZ du 14.2.1989, p.33 ainsi que pour les exemples qui suivent Politik und Wirtschaft 3/1989, pp.42-48

ments considérablement supérieures aux prévisions; les effets de synergie attendus de l'acquisition de Diners, dont Kuoni a payé 5 millions pour le goodwill, se sont avérés inconsistants; l'achat de Intermedics par Sulzer a été critiqué par les actionnaires de cette dernière, pour des raisons de manque d'objectivité dans l'évaluation des effets synergiques et des éléments prospectifs de cette acquisition<sup>54</sup>.

#### 2.4.2 L'évaluation d'entreprise par les analystes

A la vue des approches qui suivront dans les autres chapitres et par le fait qu'elles ne suivent pas complètement la théorie à cause d'un manque d'informations, cet aspect revêt une importance déterminante. L'institut des réserves latentes permet à l'entreprise des opérations de "maquillage" du bilan. Les données à la disposition du public, et donc des analystes, ne correspondent pas à la situation réelle. Ceci se produit en raison des cantonnements de bénéfice qui sont prévus pour des périodes de difficultés financières, à la suite d'amortissements prolongés et de comptabilisations à des prix d'achat (par exemple sur les immobilisations) et essentiellement pour des motifs de discrétion vis-à-vis de la concurrence (ce dernier sujet fera l'objet du chapitre 3.4.4).

L'analyste s'occupe donc de deux évaluations, l'une consécutive à l'autre; d'abord il essaie d'évaluer l'entreprise du point de vue analytique, et ensuite du point de vue boursier (l'évaluation boursière fera l'objet du chapitre 3.3).

L'évaluation - analytique - de l'entreprise, qui dispose des données à disposition du public, impose une analyse

- qualitative et
- quantitative

se présentant sous forme de comparaison

---

<sup>54</sup>cf. Weltwoche 23 février 1989, p.23

- de temps et
- d'entreprises.

L'analyse qualitative se subdivise en analyses

- de marché (évolution du chiffre d'affaires, parties de marché, etc.), produits, position géographique, paramètres sociaux, qualité du management;
- de secteur et d'entreprise (évolution dans le temps confrontée avec le PNB; réactions aux variations des facteurs macroéconomiques; perspectives futures).

Sur la base de l'étude de secteur, nous cherchons des paramètres identiques pour toutes les unités le constituant et nous déterminons ainsi les facteurs de risque de chacun d'entre eux.

L'analyse quantitative procède à des estimations sur l'évolution future

- du marché du secteur d'abord et du chiffre d'affaires de l'entreprise ensuite;
- des coûts et des marges (en considérant par exemple l'évolution des prix des matières premières ou des taux de change).

L'évaluation est complétée par l'analyse boursière. Celle-ci est importante par le fait que la bourse reflète le futur (et donc toutes les expectatives des différents sujets économiques), et non le présent.

La valeur substantielle est insuffisante si elle n'est prise que pour elle-même. Il s'agit davantage d'un argument défensif qui sert seulement dans des cas particuliers (des recommandations). L'analyste se sert de cette valeur pour la détermination des paramètres price/book value ou book value/share<sup>55</sup>. Le procédé du calcul de la valeur substantielle à travers le bilan est

---

<sup>55</sup>cf. chapitre 3.3

développé dans cet exemple<sup>56</sup>.

capitaux propres : 100                    biens immobiliers : 50  
valeur d'assurance des biens immobiliers : 200  
valeur des terrains : 50            stock : 30            provisions : 5

Estimation des réserves latentes:

1. Sur biens immobiliers: la différence entre valeur d'assurance et valeur comptable est additionnée pour moitié:

$$200 - 50 = 150 : 2 = 75 + 50 = 125$$

Selon la nouveauté des immobilisations nous agirons sur le quotient.

2. Les terrains doivent, dans la mesure du possible, être calculés sur la base des données du cadastre. Ici nous prenons 50.

3. Selon la loi, il est possible de former des réserves de l'ordre de 1/3:

$$30 \times 3/2 = 45$$

$$4. V = 100 + 125 + 45 = 270$$

Dans un calcul de ce type il faut toujours déduire la part de valeur actif net revenant aux actionnaires minoritaires pour atteindre une valeur effective de commercialisation du groupe de contrôle.

Dans certaines branches nous arrivons à définir des paramètres qui servent à donner des indications quantitatives sur la valeur d'une entreprise. Les producteurs de bières sont par exemple évalués entre Fr. 80-100 par hectolitres produits par année<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup>Cette méthode est fortement simplifiée et son résultat a plutôt des fonctions d'indications. Pour un calcul plus approfondi; voire au chapitre 3.3

<sup>57</sup>cf. Zimmermann, Was kostet der Goodwill, p.39

Les journaux d'autre part sont évalués sur la base des abonnements. Les valeurs ainsi obtenues servent surtout dans des comparaisons à l'intérieur de la branche, mais ne peuvent avoir d'importante crédibilité sur le marché.

### 3. VALEUR BOURSIERE

Une entreprise cotée en bourse comprend un actionnariat normalement assez répandu. Les particuliers ayant un intérêt sur les affaires de l'entreprise en tant que propriétaires, peuvent être quelques dizaines de milliers et parfois plus<sup>58</sup>. Envers ces particuliers, la société a certains devoirs qui lui sont imposés par la législation, entre autres celui de bien gérer leur quote-part de patrimoine et de leur verser une partie, proportionnelle à leur titre de propriété, du bénéfice réalisé.

L'intérêt de ces particuliers à posséder le titre de la société est exprimé, selon les lois classiques du marché de la demande et de l'offre, par le cours boursier. La somme de la valeur (du cours, donc) de tous les droits sociaux exprime la capitalisation boursière, c'est-à-dire la valeur de l'entreprise sur le marché. Comme nous le verrons plus tard, la société elle-même peut influencer, volontairement ou involontairement (mais en principe toujours indirectement), le niveau de cette capitalisation boursière.

Les faits montrent que tous les participants au marché boursier, qu'ils soient détenteurs de droits sociaux de la société ou non, sont en possession des mêmes informations. Nous pouvons donc affirmer que personne hors de la direction de l'entreprise n'est en mesure de prouver si la valeur exprimée par le marché est correcte et si elle correspond à la réalité ou non. La bourse se base donc essentiellement sur des estimations. C'est également pour cette raison que nous ne pouvons prétendre que la valeur boursière est authentique. Les variations du cours, parfois très importantes dans des délais minimaux, nous montrent cette faiblesse. Il n'en reste pas moins que cette valeur est celle exprimée par les acteurs du marché et donc aussi par les propriétaires.

Nous constatons qu'il y a de grandes disproportions entre la théorie classique (et la philosophie) de la propriété et les rôles des différents acteurs du marché (les dirigeants sont-ils

---

<sup>58</sup>C'est ce qui s'est produit, notamment en France, lors des privatisations de St.Gobin et de la Société Générale

les vrais détenteurs du pouvoir de l'entreprise ? une question que nous nous poserons encore souvent dans cette étude). Ces disproportions sont dans la plupart des cas à l'origine des problèmes créés par la disparité entre valeur effective et valeur boursière. Une analyse approfondie de tous les facteurs opérants dans le contexte boursier s'impose donc.

Après avoir analysé, dans une première partie, les connotations du marché boursier, nous étudierons les éléments qui concourent à la formation du cours et les particularités de l'intervention de l'entreprise sur ce cours (chapitre 3.2 et 3.3). Nous terminerons finalement ce chapitre par un aperçu des différentes méthodes d'évaluation boursière.

### 3.1 Le marché boursier suisse

#### 3.1.1 Les connotations juridiques des bourses suisses

En Suisse le droit des sociétés est un droit fédéral. Par contre les bourses sont soumises au droit cantonal. Aux Etats-Unis la situation est exactement inverse: les Securities Acts de 1933-1934 sont soumis au droit fédéral.

Chaque canton est donc chargé d'émettre des dispositions qui réglementent les places boursières se trouvant sur son territoire. Zurich est la première bourse suisse par son ancienneté, son importance, son chiffre d'affaires et le nombre de titres cotés. C'est pourquoi nous nous pencherons en priorité sur ce marché.

La loi sur les titres du canton de Zurich<sup>59</sup> délègue la charge de superviseur des opérations de bourse au Grand Conseil Cantonal, qui est en même temps conseillé par le Commissariat de bourse. Cette loi fixe les conditions d'admission au marché boursier. Elle prescrit ensuite la réunion des banques opérantes en une association, la "Effektenbörsenverein". Celle-ci est une association de droit privé qui est chargée entre autres des missions suivantes:

- . la supervision de la bourse,
- . l'examen et l'acceptation des demandes de cotation,
- . l'élaboration et l'adaptation des règlements.

Les règlements doivent ensuite être ratifiés par le Grand Conseil Cantonal. D'après les statuts, peuvent faire partie de l'association toutes personnes au bénéfice de la concession d'exercer en tant qu'agents de bourse. L'Association émet aussi des Usages qui déterminent les conditions générales du déroulement des transactions.

Par ailleurs l'obligation de bourse n'existe pas. Contrairement

---

<sup>59</sup>à ce propos voir: SDK, Die Zürcher Börse, pp. 20-28 ; Effektenbörsenverein, Handbuch der zürcher Effektenbörse. Dans ce dernier sont reportés la loi cantonale ainsi que le Règlement de la bourse et les usages.

à ce qui se fait en Allemagne, il est possible en Suisse d'effectuer des transactions sur des titres cotés en dehors de la bourse, et ceci ne permet de lui conférer le titre de marché global des titres. Même le clearing interne des titres est permis; en s'appuyant sur le cours du jour les intérêts du client sont garantis.

Les conditions actuelles du marché boursier suisse sont critiquées, en Suisse comme à l'étranger, pour des raisons de transparence et de protection des actionnaires. La Suisse ne dispose pas d'un organe indépendant de droit public de contrôle de bourse, tel que la SEC (Securities Exchange Commission) aux Etats-Unis, la COB en France ou la CONSOB en Italie, et les formes d'autocontrôle caractéristiques à notre marché semblent ne plus être suffisantes<sup>60</sup>.

La place financière suisse jouit donc d'une législation très libérale (pour ne pas dire lacunaire) qui, dans d'autres secteurs, stimulerait le dynamisme. Le marché financier est toutefois réticent à ces formes de libéralisme, qui permettent à tout moment des changements. Il est préférable de disposer de lois bien précises, de sortes de règles du jeu fixes, de façon à ce chaque investisseur puisse les connaître avant d'opérer sur le marché.<sup>61</sup>

### 3.1.2 Les caractéristiques du marché financier suisse

#### 3.1.2.1 Le place financière suisse

La place financière suisse est, et ambitionne de rester, au centre des transactions financières mondiales. Des taux d'intérêts faibles, le secret bancaire, la stabilité politique sont les atouts traditionnels qui l'ont caractérisée. La libéralisation d'autres centres financiers européens mine ses atouts, et la

---

<sup>60</sup>voir chapitre 6.3

<sup>61</sup>Ce sujet sera plus largement traité dans le chapitre 5.4 et notamment au moyen de propositions dans le chapitre 6.4.

position avantageuse de la Suisse ne pourra être maintenue qu'au travers d'un dynamisme, d'une grande capacité d'adaptation et d'ouverture que nous risquons de ne pas savoir (ou vouloir) appliquer. Les multinationales se révèlent d'une importance sensible sur le marché financier, tout en ne profitant qu'au minimum du marché des biens (la capitalisation boursière de Nestlé fait elle seule le 12,1 % de la capitalisation boursière totale du marché<sup>62</sup> et ne réalise que 2% de son chiffre d'affaires en Suisse).

La combinaison des facteurs suivants risque d'être fatale pour la bourse suisse<sup>63</sup>:

- une minorité de sociétés couvre la majorité de la capitalisation boursière du marché<sup>64</sup>;
- peu de participants actifs admis au marché en Suisse, tandis que les mêmes peuvent jouir de grandes facilités à l'étranger (Londres, par exemple);
- une structure des salaires inflexible;
- le droit de timbre, qui lui-même est critiqué, dans le contexte d'une déréglementation des structures financières mondiales, démontré par une étude de l'OCDE sur les marchés financiers<sup>65</sup>.

Il s'agit ici de facteurs qui interviennent négativement sur le marché. Il faut d'ailleurs encore considérer les incidences négatives de cette situation sur les sociétés suisses établies à l'étranger. Le principe de réciprocité, que nous aurons l'occasion de reconsidérer lors de l'analyse des différents types d'actions, se produit aussi sur le marché; si une multinationale

---

<sup>62</sup>Banque Vontobel, Research Report Swiss stock guide, 20.2.1989

<sup>63</sup>cf. Doerig, Finanzmarkt Schweiz, p.14

<sup>64</sup>Ce problème sera traité dans un prochain paragraphe

<sup>65</sup>L'étude est citée dans le rapport annuel 86/87 de l'Association suisse des Banquiers, p.59

veut poursuivre sa politique d'acquisition à l'étranger, il faut que l'investisseur étranger ait la même opportunité sur le marché suisse.

De plus, la bourse manque de transparence et de liquidité. Les analystes financiers se plaignent du manque de statistiques sur les opérations de bourse; à partir de janvier 1989, et seulement sur les valeurs traitées également à la Soffex, les organes de bourse ont pris l'initiative de publier des données quant au volume de titres de la société particulière qui ont été échangés pendant la séance.

Le manque de liquidité sur le marché des actions, caractéristique chronique du marché des obligations (taux d'intérêt et d'inflation bas, taux d'endettement de l'Etat faible, droits de timbre: voilà les causes classiques de cette situation sur ce marché), provient notamment du fait de ne pas avoir d'obligation boursière en Suisse. Les transactions sont soumises à des règles internes (sous forme de clearing) et subsidiaires sur le marché. D'autre part les market makers sont très peu nombreux à la bourse de Zurich: selon une étude du Crédit Suisse en fin '87<sup>66</sup>, sur les 29 membres de la bourse, les trois grandes banques couvraient le 80% des affaires et les 26 autres le 20% restant.

Un exemple à ce propos, qui a d'ailleurs beaucoup irrité les investisseurs étrangers, est celui du crash d'octobre '87: le manque de liquidité sur le marché suisse était tel que les bons de participation n'arrivaient pas à être vendus<sup>67</sup>. La fuite (même d'institutions financières suisses, et non pas seulement des investisseurs) vers des marchés plus transparents, volatiles et liquides ne doit donc pas nous étonner.

L'épargne joue un rôle considérable dans les questions de liquidité du marché. La diminution de l'épargne privée provient en effet du caractère obligatoire de la prévoyance professionnelle (deuxième pilier) dès le début des années 85. Celui-ci a rapporté des sommes considérables aux caisses de pensions, qui sont tenues pour une part à rentabiliser au mieux leur capital (la loi fédérale sur la prévoyance professionnelle leur impose un rendement

---

<sup>66</sup>cf. Doerig, op.cit., p.13

<sup>67</sup>cf. Finanz und Wirtschaft du 23.11.'88, p.25

net de 4% par année) et pour une autre part à limiter les risques. C'est dans ce but que la loi s'est chargée de leur fixer un plafond maximum de 30% quant à leurs placements en actions. Selon une recherche<sup>68</sup>, le capital du deuxième pilier passerait de 143 mrd de francs à plus de 200 mrd à la fin des années '80 et à 1000 mrd en 2010. Différentes conséquences<sup>69</sup> sont à prévoir:

- la structure de l'épargne verra un déplacement constant du secteur privé vers l'épargne "collective";
- si les fonds de pension continuent leur politique de placement dans le secteur immobilier, l'offre sera excédante dans ce sens;
- suite à une inévitable réorientation de ces fonds de pension, nous assisterons à des effets positifs sur le marché des actions suisses, voire à une augmentation du volume des transactions ainsi que de la volatilité du marché.

En 1982, les fonds de pension plaçaient 3,7% de leur capital en actions<sup>70</sup>. En 1987, sur 180 mrd de patrimoine, seuls 7 mrd étaient placés en actions, ce qui correspondait au 4% de leur fortune et au 5% de la capitalisation boursière totale du marché<sup>71</sup>. Ce pourcentage, comparé d'autre part avec les limites imposées par la loi, est jugé comme fortement insuffisant; la responsabilité en reviendrait à la sous-capitalisation de la majorité des sociétés cotés. Si d'une part il est souhaitable que l'activité des investisseurs institutionnels soit importante sur le marché, d'autre part il est certainement dangereux que ces derniers monopolisent le marché, de par leurs capitaux qui vont sans cesse en augmentant. Or ceux-ci sont contraints de réaliser

---

<sup>68</sup>cf. Banque Vontobel, PK Cash Flow 2010, mars 1985

<sup>69</sup>cf. Banque Vontobel, PK Cash Flow 2010, p.12

<sup>70</sup>Bfs Pensionskassenstatistik, dans: die Volkswirtschaft 4/1984, p.234

<sup>71</sup>cf. Doeriq, op.cit., p.13

une certaine performance dans un laps de temps limité, tout en ne pouvant accepter des pertes surproportionnées. Aussi nous pouvons craindre qu'en cas de baisses importantes de l'indice du marché, ils seraient prêts à s'engager même en devant essayer quelques pertes, tout en faisant bien évidemment le maximum pour limiter les dommages. Ces conséquences pourraient entraîner la formation d'un processus en chaîne, qui pourrait conduire aux limites d'un crash boursier. D'autre part, le fait de disposer d'importantes participations dans des sociétés pourrait leur permettre d'obtenir une participation dans la gestion de ces dernières.

Le droit des sociétés prévoit trois différents types de titres de participation: porteur, nominative, bon de participation. Le titre porteur est un titre similaire aux actions sur d'autres marchés. Le bon de participation a été conçu pour l'investisseur qui ne veut ou ne peut pas participer au processus décisionnel de la société tout en conservant ses droits économiques. Les actions nominatives, pour leur part, restent le point de discord. L'inscription sur un registre du nominatif du titulaire de l'action impose une bureaucratie qui s'adapte mal à l'esprit de déréglementation et à la célérité des marchés financiers. Les actions peuvent être liées et l'article 686 CO permet au Conseil d'Administration de refuser l'inscription sans donner de raison. Le concept initial entendait éviter à l'entreprise le risque d'être gérée par des étrangers. C'est pour cette raison que la plupart des actions nominatives sont réservées aux Suisses. Mais cette forme de protectionnisme n'est pas populaire à l'étranger, d'autant plus que les *lex Furgler-Friedrich* agissent déjà dans ce sens. Dans la perspective d'une globalisation des marchés financiers européens, la Suisse ne peut pas maintenir une telle rigueur à l'égard du reste du monde. Le principe de réciprocité, comme dans d'autres domaines de l'économie, devient particulièrement menaçant.

Le secteur privé s'en est aperçu et a déjà pris des mesures. En novembre 1988, Nestlé décidait d'enlever l'exclusivité des actions nominatives aux Suisses et de s'ouvrir aux investisseurs étrangers (les actions nominatives forment le 63% du capital nominal de la société). Ciba-Geigy est aussi en train d'étudier des solutions pour garantir la réciprocité. Le trésorier de San-

doz a affirmé qu'il fallait reconsidérer le concept de "Swiss controlled" et la structure compliquée du capital<sup>72</sup>.

Il y a d'autres raisons, liées au marché suisse, qui expliquent cette démarche. Le marché en effet n'arrive plus à absorber à lui seul des capitalisations boursières si importantes. L'exemple Nestlé confirme cette thèse. Avant l'ouverture aux investisseurs étrangers, la capitalisation boursière des seules nominatives de la société atteignait 9'609 mio de francs. Les porteurs (représentant le 30% du capital nominal et ouverts aux investisseurs étrangers) arrivaient à une capitalisation de 9'426 mio (les cours employés représentent les moyennes du mois d'octobre). Après l'ouverture aux étrangers, la capitalisation boursière des nominatives était de 14'898 mio et celle des porteurs de 7'768 mio (cours du 29.12.'88, donc après l'ouverture). La capitalisation boursière globale de Nestlé a passé de 19'037 mio (moyenne du mois d'octobre) à 23'134 mio (moyenne de décembre), ce qui correspond à une augmentation de 21,5% en deux mois. Durant la même période, l'indice total des actions à la bourse de Zurich a progressé de 3,1%<sup>73</sup>. L'effet provoqué par l'ouverture du marché est donc quantifiable en 18,4%. Le graphique de la page suivante confirme cette évolution.

Le marché suisse n'arrive donc pas à supporter tout seul des capitalisations boursières si importantes, pour des raisons de réciprocité d'une part (pensons à une multinationale comme Nestlé qui est très active sur les marchés des capitaux et des acquisitions internationales), et des raisons de faiblesse du marché interne d'autre part<sup>74</sup>.

L'article 622 chiffre 4 CO prescrit une valeur nominale minimale de 100 Fr. pour les actions. Les bons de participation peuvent descendre sous cette limite. Cette mesure impérative conduit à

---

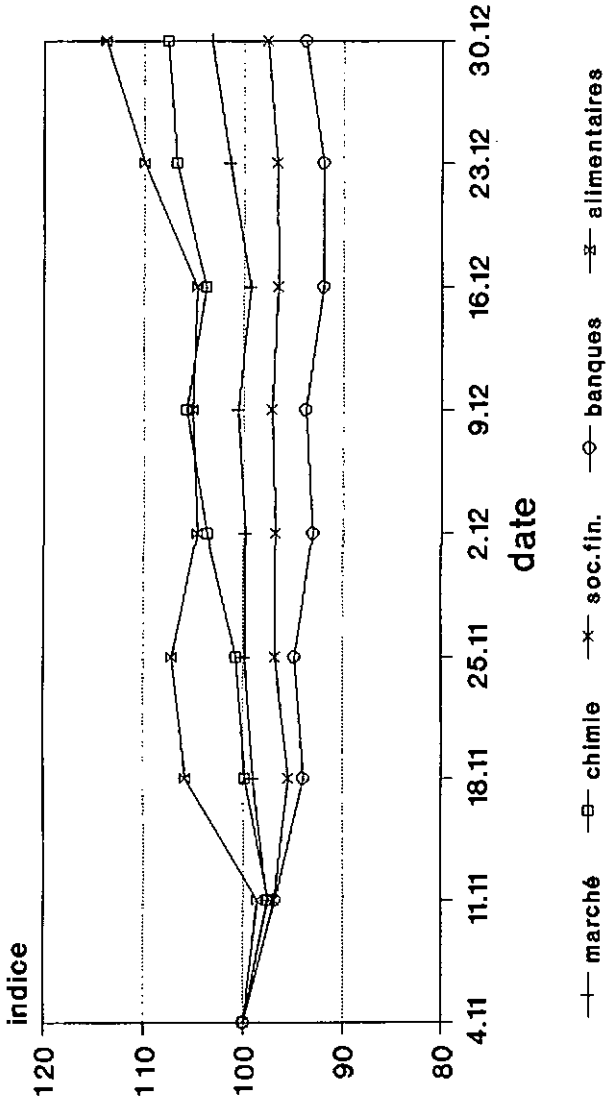
<sup>72</sup>Conférence de Euromoney en février '89, citée par: Vontobel, Economic outlook drug stock, p.23

<sup>73</sup>Cf. Banque Nationale Suisse, Bulletin mensuel, février 1989

<sup>74</sup>d'autres raisons, liées aux effets d'une souscapitalisation boursière pour la gestion financière de l'entreprise, sont traitées au chapitre 5.

# Evolution des indices

## 4.11 - 30.12.1988



des cours beaucoup trop hauts par rapport à d'autres places financières. Il est en effet assez rare de trouver des actions qui soient cotées sous la barre de 1000 fr., et il y a même le cas limite du titre porteur Hoffmann-La Roche qui atteint les 238'000 fr. (cours du 20.2.'89). Ceci est limitatif pour l'investisseur étranger, qui doit d'abord risquer des capitaux considérables sur un titre, sans pour autant que cela lui permette d'acquérir une allocation optimale de son portefeuille tout en limitant le risque. Cela comporte d'autre part une volatilité mineure des cours, du fait qu'il n'y a qu'une faible quantité d'actions d'une société qui est échangée pendant une séance, alors que le chiffre d'affaires est maintenu.

### 3.1.2.2 La capitalisation boursière du marché suisse

La structure de la capitalisation boursière du marché suisse présente des aspects contrastés. D'abord il est évident que la plupart des sociétés sont sous-évaluées (le chapitre 4. traitera de cette question). En outre, la capitalisation boursière des dix plus grandes sociétés publiques totalise le 55,44% de la capitalisation boursière totale<sup>75</sup>. Le même calcul sur d'autres marchés donne les résultats suivants<sup>76</sup>:

- USA 14%
- Japon 25%
- Allemagne 45%

Si une telle analyse exprime d'une part la présence de grandes conglomérations industrielles (et montre les effets positifs de la loi anti-trust aux Etats-Unis), elle dévoile d'autre part l'interdépendance des marchés. En effet, en prenant la Suisse comme référence, nous constatons que les grandes sociétés sont également cotées sur les autres grands marchés. La tendance fondamentale de ces derniers influe donc le marché intérieur. Si par exemple à Frankfort les titres (dont Nestlé, Swissair, Jacobs, ceux des trois banques, etc.) perdent un 10%, ces même

---

<sup>75</sup>UBS, Schweizer Aktienführer 1988/89

<sup>76</sup>cf. Doerig, op.cit, p.13

titres, à moins d'une correction simultanée du cours de change, ne peuvent pas rester invariés à la bourse de Zurich, faisant partie des Blue Chips et étant donc déterminants pour l'indice.

### 3.2 Les éléments déterminant le cours de l'action

Aristotéle reconnaissait déjà, outre la valeur objective d'échange, la présence d'une valeur subjective d'usage. Dans notre analyse de l'action nous tentons de cristalliser les données objectives de l'entreprise, conscients que seule leur prise en compte nous soumet à une certaine subjectivité.

La théorie de l'efficience des marchés requiert des conditions de transparence, de liquidité et d'atomicité<sup>77</sup>.

Le principe de transparence veut que le prix du titre reflète à tout instant chaque information disponible.

La liquidité est donnée lorsque chaque transaction peut avoir lieu, c'est-à-dire lorsqu'un vendeur trouve un acheteur qui accepte ses conditions.

L'atomicité se mesure d'après la quantité de sujets qui interviennent sur le marché. Si celui-ci est caractérisé par un petit nombre d'investisseurs qui jouent un rôle de market-maker, l'atomicité sera faible.

Si le marché est efficient, le cours est en mesure de représenter la valeur effective et juste de l'entreprise<sup>78</sup>. Il convient toutefois de rappeler la notion de Keynes, selon laquelle les marchés sont parfois conduits par des esprits animaux non reliés à la réalité économique<sup>79</sup>.

Le "processus de tâtonnement"<sup>80</sup> est à la base de l'acheminement vers le prix définitif du marché boursier. Son résultat en est le cours. La bourse, même si elle est dirigée par des mécanismes financiers et techniques toujours plus modernes, reflète par-

---

<sup>77</sup>cf. Jaquillat/Solnik, Les marchés financiers, p.44

<sup>78</sup>cf. Summers, op.cit., p.600

<sup>79</sup>cf. J.M.Keynes, The general theory of employment, interest and money, cité par Summers, op.cit., p. 594

<sup>80</sup>cf. Daloz, Le hasard et les cours boursiers, p.22

faitement les origines du marché pur, où les tractations étaient réglées par la criée du titre en question. C'est pour cette raison que nous nous méfions généralement de la valeur de l'entreprise estimée sur le marché. Il ne lui est accordé d'autre fonction que celle de valeur de comparaison. Cependant, sous-estimer son importance peut être dangereux<sup>81</sup>.

"In a competitive stock market, the price of a security reflects the underlying worth of the assets plus the present value of expected growth opportunities"<sup>82</sup>.

D'autres auteurs<sup>83</sup> jugent le cours boursier comme le résultat du hasard, comparé carrément au jeu de la roulette. Ceci surtout à cause du manque d'informations et de l'approximation quant aux décisions des placements effectués par les investisseurs eux-mêmes. Mais la concurrence entre les participants au marché n'étant pas pure et parfaite, nous ne pouvons même pas soutenir la loi du hasard, selon laquelle aucun profit ne serait possible à long terme. En effet, tous les acteurs du marché ne bénéficient pas des mêmes moyens ou informations, aussi faut-il admettre une inégalité de départ dans les tractations, ce qui produit entre autres de différentes "expected growth opportunities", premier élément déterminant des variations du cours.

Un autre doute, que nous aurons l'occasion de démontrer plus tard, est né de la constatation que les marchés boursiers n'exprimaient la cotation que d'une petite partie du capital; ces prix n'ont d'ailleurs rien à voir avec ceux d'une participation de contrôle ou significative sur la société émettrice. En Suisse, comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, il n'y a pas d'obligations de bourse, c'est-à-dire pas de commercialisation de titres de participation exclusifs à la bourse. En Allemagne c'est le contraire qui prévaut: nous pouvons même aller jusqu'à

---

<sup>81</sup>cf. chapitre 5

<sup>82</sup>cf. Broyles/Cooper/Archer, Financial management Handbook, p. 384

<sup>83</sup>cf. par exemple Daloz, op.cit., p. 24

dire que la bourse représente le vrai marché des titres, dans le sens que tout acheteur ou vendeur doit effectuer ses opérations en pleine transparence. Le fait de ne pas avoir de telles obligations en Suisse nous permet de conclure que le cours n'exprime pas des valeurs absolument représentatives, et ne donne parfois que des indications marginales.

Pour mieux s'approcher de l'interprétation du prix boursier, il sera parfois nécessaire de ne pas se référer à son niveau<sup>84</sup>, mais de se concentrer plutôt sur la vérification des variations entre les différents niveaux. De même nous devons effectuer, surtout au sujet de certains éléments subjectifs, un repérage pratique sur l'indice du marché, celui-ci étant le terrain quotidien de l'ensemble des titres.

Nous nous proposons donc de faire une distinction entre les composants endogènes, lesquels influencent le cours boursier, et les exogènes. Nous analyserons ensuite les éléments particuliers qui sont déterminés par les caractéristiques juridiques des titres sociaux sur le marché suisse.

### 3.2.1 Les composants endogènes

Par endogènes nous entendons toutes sortes de variations du cours directement reliées au rapport entre le sujet économique actif et son investissement.

#### 3.2.1.1 Paramètres subjectifs

Le but de ce travail n'est pas de faire une analyse psycho-sociologique des activités des investisseurs en valeurs mobilières. En faisant la lumière sur quelques facteurs de détermination de comportement subjectif, nous nous proposons de démontrer d'abord leur instabilité et imprévisibilité, et ensuite leur rôle toujours plus important dans les événements et les variations du

---

<sup>84</sup>il fera l'objet des prochains chapitres

marché boursier.

Ces éléments subjectifs se basent sur une réaction émotionnelle de l'esprit humain et sur le manque d'objectivité dont il fait preuve dans l'observation de la réalité des choses. Ces éléments pourraient être témoins d'un cours boursier ne représentant pas forcément la réalité économique de l'objet sous observation. Nous pouvons même soutenir que les bouleversements soudains des marchés boursiers (voir le crash du 19 octobre '87) sont déterminés principalement par ces éléments.

Il faut d'abord constater que les opérateurs boursiers agissent souvent sur la base d'anticipations de décisions et de choix d'autres opérateurs, sans se préoccuper du fondement des éléments sur lesquels ces décisions et ces choix s'appuient. De toute façon, seuls les participants au marché, qui veulent vendre ou acheter à des cours moins favorables que le jour précédent, influent la tendance et l'intensité des différences de cours. Il y aura donc des investisseurs prêts à acheter à un prix supérieur au jour précédent, et d'autres prêts à vendre à un prix plus bas. Nous ne pouvons pas qualifier ces investisseurs de spéculateurs. Ils ont au contraire une fonction de stabilisation, dans le sens qu'ils vendent lorsque le cours monte encore mais lorsqu'il devrait aussi chuter tout prochainement, selon leurs propres estimations.

D'autre part, le cours exprime seulement l'opinion de sujets qui effectuent une opération (donc de sujets actifs), mais n'arrive pas par contre à nous faire connaître l'opinion des autres sujets qui sont en possession du titre ou qui auraient envisagé un achat s'ils disposaient de la liquidité nécessaire (sujets passifs).

Chez certains investisseurs, ce sont des motivations strictement personnelles qui déterminent leur choix. Le portefeuille peut être constitué selon l'image que le particulier a du secteur ou de l'entreprise en question, sans qu'il y ait d'autres raisons de logique économique à l'arrière-plan.

Afin d'estimer la valeur future de l'entreprise nous nous appuyons, comme nous avons déjà pu le constater, sur des bases subjectives pour établir le taux d'actualisation (l'actualisation des dividendes et des bénéfices futurs par exemple).

Le niveau de l'épargne personnelle qui est dévolue au marché boursier est en même temps déterminé par le choix d'allocation micro-économique des revenus selon une fonction d'utilité. Une progression de ce type sur le marché boursier peut être freinée par des émissions de l'Etat, dans le contexte également de la politique monétaire. Nous reprendrons ce concept dans les composantes exogènes.

La bourse, comme chaque marché, suit aussi des lois de **concurrence, de publicité, de mode**. L'intérêt croissant des privés à ces évolutions a contraint les sociétés à entâmer de nouvelles stratégies publicitaires pour s'assurer la réussite d'une nouvelle émission. Le développement de la presse financière (et en particulier celle à sensations) a beaucoup contribué à cette évolution. Cette presse rapporte à grand bruit tout changement étrange des titres, donne nombre d'informations de douteuse utilité, bref incite à la spéculation. L'incidence de facteurs psychologiques de ce type est d'ailleurs à la base de changements soudains et à très court terme: le revenu facile incite les particuliers à devenir investisseurs pour de brefs laps de temps et à profiter ainsi d'une vague favorable tout en minimalisant les risques marginaux<sup>85</sup>.

La **valeur substantielle** de l'entreprise joue un rôle essentiel dans la formation du cours. En effet, une augmentation de substance est normalement suivie par une augmentation du cours. Cette réaction est aussi justifiée par le fait qu'une action est un droit (imaginaire) à une partie du capital. La valeur substantielle sert en réalité à déterminer les valeurs extrêmes du cours. Elle se révèle aussi d'une grande importance dans des périodes de forte inflation.

La **spéculation** (l'espoir d'obtenir des bénéfices surpourcentés dans des temps records) est sans doute la stimulation principale qui a déterminé l'évolution des marchés boursiers. Elle entraîne une réaction en chaîne qui, influant sur la couche émotionnelle, conduit à des écarts de cours considérables.

---

<sup>85</sup>cf. Le Nouvel Economiste 632-26/2/88, p.106

Il est possible de dresser un résumé des motifs d'achat ou de vente possibles chez les investisseurs<sup>86</sup>. Ces réflexions sont faites en considérant le fait que l'investisseur achète ou vend à un prix moins favorable que le jour précédent.

Exemples de motifs de vente:

- besoin de liquidité pour d'autres buts
- chute du cours prévisible
- limitation des pertes (ventes stop-loss)
- prise de bénéfices
- surévaluation de l'action suite à une montée des cours
- placements plus intéressants à l'horizon.

Exemples de motifs d'achat:

- minimisation des coûts d'opportunité
- possible changement de trend après une période de baisse
- sous-estimation perceptible du cours actuel
- manque d'attrait vers d'autres placements
- disponibilité de liquidité.

### 3.2.1.2 Paramètres de rendement

Dans la plupart des cas, l'investisseur fait ses choix d'investissements selon des motivations strictement économiques.

- les dividendes: l'attention de l'investisseur est réservée à la partie du bénéfice qui est distribuée. Il s'occupe donc essentiellement de la rente, et donc du ROI, le return de son investissement en terme liquide.

- la totalité du bénéfice: nous comptons sur une incorporation globale de la valeur représentée sur le marché. L'action reprend un cours correspondant exactement à la plus-value déterminée par le bénéfice.

---

<sup>86</sup>cf. Schleis, Börsengewinne dank besserer Aktienkursprognose, pp. 30-31

La réalisation d'un choix de ce type n'est possible que sur la base des prévisions de bénéfices futurs et d'une analyse boursière approfondie. Nous reviendrons sur ce point au chapitre 3.3.

### 3.2.1.3 L'incidence du volume des transactions

Le degré de vraisemblance d'un cours est exprimé également par le montant des transactions qui l'ont déterminé. Un volume d'opérations réduit sur le titre exprime un manque d'intérêt, soit de la part des vendeurs, soit de la part des acheteurs qui désirent opérer sur le marché. Il en résulte un cours qui est l'expression du hasard.

Plus le volume sera grand, plus le niveau du cours atteint sera vraisemblable. L'expérience prouve que les extrapolations sur la base d'un grand volume confirment l'évolution du trend<sup>87</sup>. Au moment où le volume de transaction ne suit plus cette règle, nous pouvons supposer un changement de trend. L'analyste préférera un cours basé sur d'importants mouvements d'activité, ceci pour assurer à son interprétation la plus grande justesse.

En outre, de grands volumes d'affaires sont des facteurs stabilisateurs des cours. En effet, un grand nombre de transactions sur le marché signifie que le cours atteint une valeur avantageuse aussi bien pour l'acquéreur que pour le vendeur, ce qui est d'ailleurs preuve d'équilibre.

La dynamique des cours, vérifiée en partant des données sur le chiffre d'affaires des transactions, est à la base des études sur l'évolution du marché des titres des "chartistes". Ceux-ci se différencient des fundamentalistes par le fait que leurs analyses s'appuient sur l'évolution des actions dans le passé en recherchant des trends particuliers<sup>88</sup>.

Le coefficient de rotation du titre<sup>89</sup> se trouve être le paramètre à la base de cette analyse et peut se calculer de deux

---

<sup>87</sup>cf. Schleis, op.cit., p.220.

<sup>88</sup>cf. Leibacher, Chartisten und Fundamentalisten, p.54

<sup>89</sup>cf. Rosenfeld, Analyse financière 1., p.162

manières:

- valeur des transactions / capitalisation boursière
- nombre de titres échangés / nombre total de titres émis.

La comparaison avec la bourse de Zürich montre les données suivantes<sup>90</sup>:

	1984	1985	1986	1987	1988
valeur des transactions	308337	451703	558232	636353	568619
cap. bours. 31.12	100546	169397	200202	153294	189968
coeff. de rotation	3,06	2,7	2,8	4,15	3,0

### 3.2.2 Les composants exogènes

Sous cette définition nous entendons toutes sortes de facteurs macroéconomiques dont la variation influence le marché boursier. La grande partie des paramètres macroéconomiques susceptibles d'influencer le marché boursier est directement ou indirectement liée à l'évolution du taux d'intérêt. Nous supposons à ce propos que la Banque Nationale adapte instantanément les indicateurs (taux d'escompte, taux lombard, masse monétaire) aux variations conjoncturelles. Le taux d'intérêt en serait donc leur représentation. Son influence sur le marché boursier est multiple: Plus il augmentera:

- plus attractifs seront les placements à rendements fixes;
- plus il y aura de changements dans le choix des placements depuis les actions vers les titres à rendements fixes;
- moins le marché sera prêt à payer pour des actions.

---

<sup>90</sup>Les données sont tirées de différents Bulletins mensuels de la Banque Nationale et de Vontobel, Bénéfices, avril 1989, p.9

D'autre part, lorsque les taux d'intérêt augmentent, les titres achetés sur la base d'un crédit deviennent plus chers, d'ici la contrainte de vendre lorsque le rendement du placement ne couvrira plus les coûts d'intérêt.

Les deux graphiques suivants nous montrent très bien l'évolution de l'indice total des actions suisses et du chiffre d'affaires de la bourse de Zurich par rapport à l'inflation et au taux d'intérêt. A une diminution de l'inflation et du taux d'intérêt correspond une augmentation de l'indice des actions et du volume des transactions boursières.

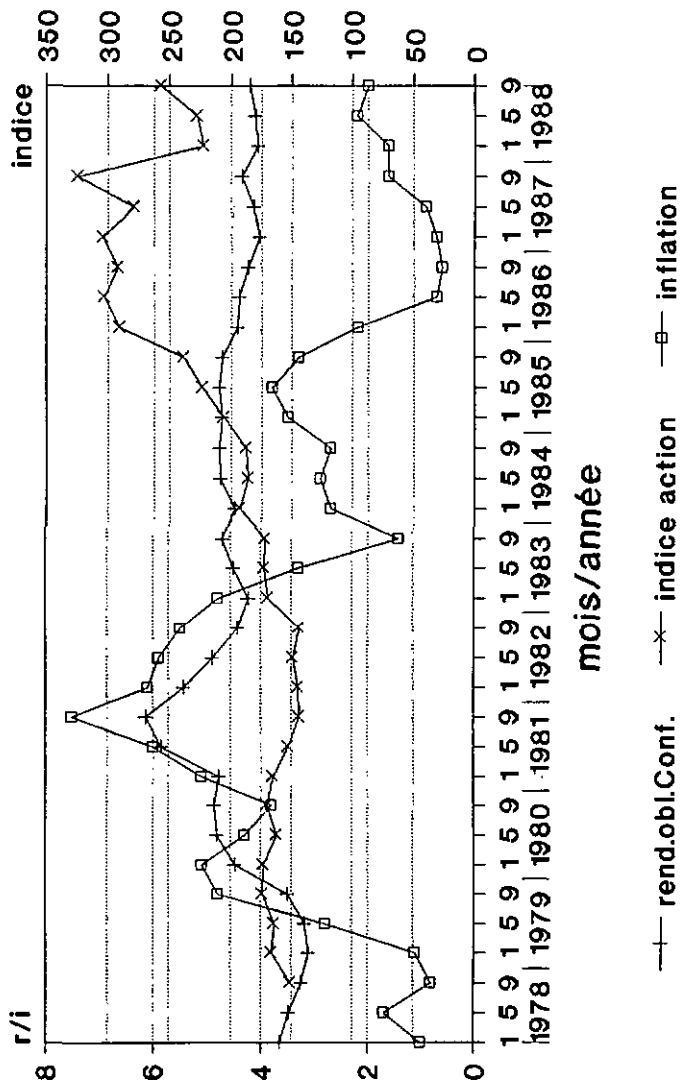
Par ailleurs les effets macroéconomiques d'une augmentation des taux d'intérêt ne doivent pas être négligés. Les bénéfices d'une société à capital intensif diminuent; l'investissement revient plus cher et par la force des choses se raréfie; la stimulation de l'épargne s'accroît en diminuant les consommations; le dernier effet provoque une diminution du chiffre d'affaires des entreprises et par réflexe du bénéfice. Ceci ne permet finalement plus à l'entreprise de distribuer le même dividende en agissant négativement sur le cours.

Le niveau des cours est aussi influencé par les "capital gain taxes" et par toutes sortes de fiscalités financières. En Italie et au Luxembourg par exemple, il est à craindre que les conventions fiscales en vue de l'unification des marchés financiers de 1992 puissent avoir une répercussion négative sur l'épargne boursière et financière en général<sup>91</sup>.

---

<sup>91</sup>cf. Corriere della Sera, 9.2.1989, p.15

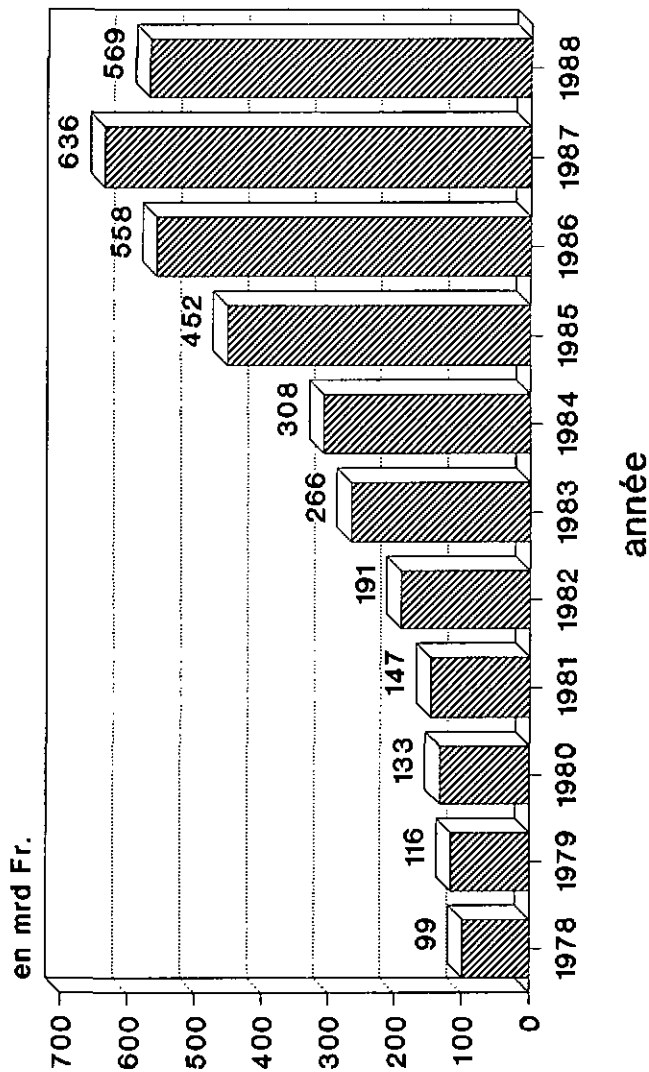
# Composant exogène et bourse



source: Bulletin Mensuel Banque Nationale

# Bourse de Zurich

## Chiffre d'affaires



source: Bulletin Mensuel Banque Nationale

### 3.2.3 Les caractéristiques des titres de participation et leurs influences sur les cours

Comme nous avons déjà eu l'occasion de l'observer, il existe en Suisse trois types de titres de participation. Les caractéristiques de ces titres se reflètent sur les cours.

- Le titre au porteur: c'est le titre le plus facile à commercialiser. Grâce à l'avantage de l'anonymat, il est très apprécié par les investisseurs privés pour des raisons fiscales, et par les entreprises pour des raisons de concurrence (si une entreprise, en proie à des problèmes de liquidité ou autres, vend ses titres de participation à une autre société avec laquelle elle entretient des relations commerciales, il vaut mieux que les identités restent secrètes).

- Le titre nominatif: la seule possession du titre ne garantit que des droits économiques. Les droits de participation peuvent être acquis seulement après l'inscription au registre des actionnaires. Cette personnalisation réduit l'intérêt de l'investisseur privé et la bureaucratisation affaiblit fortement sa commercialisation. Si le titre est en plus lié, le procédé d'acceptation du nouvel actionnaire peut durer trop longtemps pour être rentable. Nous pouvons donc affirmer que ce type de participation est utilisé essentiellement pour des placements de contrôle ou en tout cas à long terme.

- Le bon de participation: il représente la meilleure solution pour augmenter le rapport des fonds propres tout en maintenant la structure de contrôle. Aucun droit de participation n'est en effet attaché à ce titre. C'est pour cela qu'il est coté plus bas. Nestlé a déclaré que dans trois ans les bons de participation allaient disparaître, et nous pouvons supposer qu'il y aura plusieurs sociétés qui rachèteront ces titres ou les convertiront en porteurs.

Le titre au porteur, au vu de ses avantages, devrait coûter plus cher. Un écart de 10% par rapport au titre nominatif<sup>92</sup> et de 20% par rapport au bon de participation<sup>93</sup> est jugé convenable. Les considérations sur les écarts entre les différentes formes de participation au capital de l'entreprise revêtent une importance particulière lors de propositions d'augmentation du capital. Au cours de ces opérations, l'entreprise essaie en effet de s'assurer un agio maximum. La meilleure capitalisation des titres au porteur amènerait à augmenter le capital en utilisant ce type de titre. Mais cela ne serait plus raisonnable en ce qui concerne le contrôle de la propriété, qui serait au contraire garanti par les nominatives.

Le tableau suivant montre les écarts calculés sur la base des cours du 20.2.'89 (avec entre parenthèses la comparaison avec les cours du 3.11.'88, avant la démarche de Nestlé), des 10 sociétés à plus grande capitalisation boursière<sup>94</sup>:

		cours		écarts	
Nestlé	P	7220	(8900)	8.5 %	(102.7%)
	N	6650	(4390)		
UBS	P	3150	(3480)	0 %	(11.9%)
	N	630	(622)		
SBS	P	332	(392)	13.0 %	(11.9%)
	N	294	(308)		
Ciba-Geigy	P	3155	(3450)	20.0 %	(96.0%)
	N	2630	(1760)		
Sandoz	P	10100	(12125)	12.8 %	(101.7%)
	N	8950	(6010)		
Crédit Suisse	P	2735	(2890)	3.0 %	(9.1%)
	N	531	(530)		

<sup>92</sup>cf. Käser, Ecart schweizerischer Inhaber- und Namenaktien, p.19

<sup>93</sup>cf. Bordier & Cie, L'Italie au rabais, p.3

<sup>94</sup>Les titres Hoffmann-La Roche sont omis, n'étant pas indicatifs; occupant la onzième place, les titres Jacobs-Suchard les remplacent

		cours		écarts	
Zürich Vers.	P	4425	(5875)	23.9 %	(107.0%)
	N	3570	(2830)		
Rückversicherung	P	10000	(12975)	35.6 %	(105.1%)
	N	7375	(6325)		
Winterthur Vers.	P	4200	(5600)	25.6 %	(100.0%)
	N	7375	(2800)		
Jacobs-Suchard	P	7150	(7690)	1.4 %	(13.9%)
	N	1390	(1350)		

Nous remarquons dans ce tableau un assouplissement des écarts, une diminution du cours des porteurs et une sensible augmentation des nominatifs. Ceci peut s'expliquer ainsi:

1. une sous-évaluation des actions nominatives par rapport au porteur (qui fera l'objet de vérifications dans le chapitre 4.);
2. les investisseurs suisses s'attendent à une action des autres grandes entreprises comme chez Nestlé;
3. les investisseurs étrangers abandonnent le marché, craignant les mêmes conséquences que lors du cas Nestlé.

Les points 1 et 2 expliquent l'augmentation des cours nominatifs, et le 3ème la baisse des cours des porteurs. Manquant d'éléments pour la vérification du 1., nous pouvons tout de même considérer comme valables les 2. et 3.. Désormais une constatation s'impose. Une augmentation si importante des actions nominatives (qui sont normalement réservées aux investisseurs suisses) peut s'expliquer par deux tendances: d'une part une intervention plus importante des investisseurs institutionnels, ce qui est possible mais quand même douteux dans ces proportions, d'autre part un changement d'allocation de capital depuis les porteurs vers les nominatifs par des investisseurs suisses, ce qui est confirmé par le choix

d'allocation des différents fonds d'investissements.

L'irritation de l'investisseur étranger, qui se voit exclu de cette marge de bénéfice sur le cours, est dans ce cas justifiable, et la confiance accordée au marché suisse s'en ressent. Nous constatons toutefois l'effort des grandes sociétés dans la promotion de leurs titres. Si nous prenons l'exemple de Ciba-Geigy, l'autre multinationale qui se trouve confrontée avec les mêmes problèmes dans ses rapports avec l'étranger (dans les acquisitions comme Nestlé), nous nous apercevons que l'écart a fortement diminué en raison surtout d'une augmentation du cours de la nominative. Lors de la communication du bénéfice '88, Ciba-Geigy annonçait qu'elle allait proposer une augmentation de dividende de 32%. Nous pouvions soupçonner dans cette démarche l'intention de porter les titres à des rapports convenables avant de garantir la réciprocité à l'égard des étrangers, en enlevant le lien sur les nominatives et en évitant ainsi les effets négatifs que le marché avait éprouvés en novembre avec Nestlé.

### 3.2.4 Conclusion sur les facteurs déterminant le cours de l'action

Le sujet dont traitera ce chapitre est d'une réelle importance dans le contexte global de ce travail, et nous impose une synthèse de tous les facteurs qui concourent à la formation du cours boursier<sup>95</sup>.

Les facteurs qui influencent principalement le cours de l'action dans une évolution à long terme sont:

- le taux d'intérêt
- les dividendes
- les facteurs d'influence psychique.

Les autres facteurs sont appelés secondaires, et agissent sous différentes formes et avec diverses intensités sur les facteurs

---

<sup>95</sup>cf. Schleis, op.cit., p.85 ss.

principaux. Les facteurs d'influence secondaire sont:

- le bénéfice attendu:  
.bénéfice estimé; .évolution du rendement de l'entreprise; .le management de l'entreprise; .le changement du management; .l'évolution présente et attendue du bénéfice;
  
- les données qui influencent l'évolution du bénéfice de l'entreprise:  
.l'évolution du chiffre d'affaires; .l'évolution des commissions et des coûts (matières premières, énergie, personnel); .la création de réserves et cantonnements; .l'imposition fiscale du revenu et du patrimoine; .le cash flow;
  
- l'évolution conjoncturelle:  
.les prévisions conjoncturelles; .le commerce extérieur; .le taux de chômage; .l'évolution des prix; .le taux d'inflation;
  
- l'évolution de la masse monétaire;
- le financement du secteur public;
- la situation politique et sociale;
- les placements étrangers;
- les placements à l'étranger;
- les expectatives sur le comportement des autres investisseurs dans le cas de changements;
  
- la sécurité relative des placements en actions comparés aux autres types de placements (or, immobilier, oeuvres d'art, titres à rendement fixe);
  
- signaux d'achat ou de vente en raison de pondérations graphiques dans le passé.

Certains de ces facteurs interviennent en même temps et de façon contraire en réalisant des compensations. Tous ont une influence certaine. La valeur boursière de l'entreprise peut être soumise à des variations sensibles à court terme. La plupart de ces facteurs interviennent aussi lors de la détermination de la valeur

effective de l'entreprise. Toutefois nous ne pouvons pas affirmer que la différence entre les deux valeurs soit déterminée par des facteurs d'influence divergents.

### 3.3 Les méthodes d'évaluation boursière

La capitalisation boursière n'est qu'une des valeurs boursières. Ce dernier terme sous-entend toutes sortes d'extrapolations de valeurs de l'entreprise à la bourse.

La mission principale de l'analyste financier consiste à accumuler toutes sortes de renseignements sur le développement d'autres marchés pour définir l'évolution sur le marché boursier. L'objectif est de déterminer le prix d'une action.

Le prix de l'action, comme nous l'avons vu, est le résultat d'un consensus, et seul un jugement subjectif peut déterminer si celui-ci est correct ou non. Etablir un prix correct ne revient pas à prédire le futur, mais à interpréter toutes les incertitudes de celui-ci:

"like all decision, the correctness of a price depends not on the final outcome, but on the efficient use of the information at the time of the price decision"<sup>96</sup>.

L'étude fondamentale s'établit donc sur la base d'une comparaison à l'intérieur du marché. Et la base de vérification est forcément rétrospective. Cela veut dire que la vérification d'anciens cours nous permet de voir si le cours présent est correct ou non. La subjectivité des conclusions ne se situe pas dans les méthodes employées, mais essentiellement dans l'interprétation des résultats de celles-ci.

Le processus d'analyse boursière comporte plusieurs aspects, dont la démonstration nécessiterait une oeuvre entière. Nous nous proposons donc de saisir les méthodes les plus connues et les plus appliquées, qui permettent de remonter à la valeur boursière de l'entreprise. Il s'agit parfois seulement de méthodes, comme celle du facteur beta ( $\beta$ ), qui nous permettent de déterminer la fiabilité d'un cours. L'importance de ces méthodes est donnée par le fait que le cours est à la base de toutes sortes de valeurs boursières de l'entreprise.

---

<sup>96</sup>cf. Keane, Stock market efficiency, p.18

### 3.3.1 La Price Earning Ratio (PER)

#### 3.3.1.1 Principes

Le rapport cours/bénéfice, plus connu sous le nom de price earning ratio, est l'instrument d'évaluation boursière le plus répandu. Il représente le rapport entre la capitalisation boursière d'une société et la totalité des bénéfices qu'elle a été en mesure de réaliser sur la durée d'un exercice (un trimestre aux Etats Unis, une année en Suisse) et indique donc "combien de fois le bénéfice" la bourse est prête à payer un titre, ou bien combien de fois est capitalisé le revenu que produit une entreprise. Nous définissons ainsi le PER en tant que coefficient de capitalisation des bénéfices<sup>97</sup>.

De simples calculs statistiques ont prouvé que, par le biais du PER, il est possible d'augmenter la capacité de prévision des bénéfices futurs<sup>98</sup>. Il est en effet possible, sur la base de la grandeur du PER, d'établir le coefficient d'incrément du bénéfice par rapport au niveau actuel.

Le PER est utilisé en tant que paramètre de comparaison

- dans l'entreprise (comparaison historique)
- avec d'autres entreprises de la branche (comparaison horizontale)
- avec le marché (comparaison de trend)
- avec des entreprises non cotées (pour en déterminer la valeur de marché).

L'étude comparative, pour être valable, nécessite une unité dans la gestion des paramètres. Pour cette raison, aussi bien les bénéfices que les prix doivent être déterminés selon les données de comparaison. Le bénéfice à prendre en considération ne peut pas être celui du bilan (après les taxes). Nous devons rechercher

---

<sup>97</sup>cf. Brillman-Maire, op.cit., p.57 et Rosenfeld, Analyse financière, 1., p.166

<sup>98</sup>cf. Keane, op.cit., p.148

le "bénéfice net courant", c'est-à-dire corrigé de toutes sortes de pertes ou profits à caractère extraordinaire ou de plus ou moins-values sur cessions d'actifs; le but est de prendre en compte un bénéfice qui aurait des chances de se reproduire dans le futur. Des précisions sont nécessaires lors des analyses avec le PER<sup>99</sup>:

- le niveau du P/E fluctue en raison des échanges sur le marché et dans l'ensemble de l'économie;
- le P/E actuel ne représente que les bénéfices antérieurs;
- la qualité des bénéfices peut varier;
- la vraisemblance des P/E futurs dépend de la qualité des estimations des bénéfices.

Il est évident qu'une comparaison ne peut se faire seulement qu'après avoir retiré du cours et du bénéfice toutes sortes d'influences exogènes qui pourraient avoir influencé de manière différente les sujets de comparaison. Examiner le parallélisme des P/E de deux sociétés dont l'une est soumise à une OPA n'a pas de sens, sinon pour expliquer les effets de tel ou tel processus sur le cours.

La bonne connaissance des sociétés en question reste un facteur fondamental dans toutes les analyses comparatives. Des principes absolus d'interprétation du niveau du PER peuvent être arbitraires. La règle générale qui préconise d'investir sur un PER bas et de désinvestir sur un PER haut ne se confirme pas toujours. Une entreprise qui sort d'une période de mauvais rendement mais qui offre de très bonnes perspectives peut représenter un PER haut. Par réflexe, un bas PER peut être appliqué à des entreprises qui gèrent des bénéfices importants, mais qui se voient confrontées à une crise future.

Une étude sur les PER moyens à la bourse de New York entre 1929 et 1986 (excepté 1933 et 1974) montre des valeurs entre 8 et 20<sup>100</sup>.

---

<sup>99</sup>cf. Smith, Handbook of strategic growth through mergers and acquisitions, p.98

<sup>100</sup>cf. Brillmann-Maire, op.cit., p.64

Si nous constatons que le PER moyen à la bourse atteint des valeurs très hautes, nous pouvons suggérer, sur la base de ce ratio, de faire des placements à court terme, mais nous ne sommes pas en mesure de conseiller quoi que ce soit à long terme. Pour ceci il faudrait des calculs de rendement plus approfondis (voir les tablés et les formules de Gordon Shapiro et Bates).

S'il s'agit du PER d'un secteur qui se trouve être relativement haut par rapport à d'autres secteurs, nous pouvons expliquer cela par des effets de mode (donc transitoires), ou par des expectatives particulièrement positives qui couvrent le secteur entier (diminution des prix d'une matière première fondamentale, découverte de nouveaux moyens d'exploitation).

Le PER revêt aussi une fonction relative lorsque, sur la base de comparaisons économiques, nous établissons des relations quantitatives entre les valeurs de sociétés cotées et non cotées. L'étude se base sur une comparaison de secteurs et d'époque des valeurs moyennes de PER<sup>101</sup>.

société	1983	PER 1984	1985
A	27	24	20
B	23	21	17
C	18	20	18
	68	65	55
moyenne	22,7	21,7	18,3

année	PER moyen	pondé- ration	moyenne pondérée
1985	18,3	6	109,8
1984	21,7	3	65,1
1983	22,7	1	22,7
		10	197,6 : 10=19,8

$$19,8 \quad \times \quad \text{bénéfice} \quad = \quad \text{valeur de marché}$$

$$\quad \quad \quad \text{société cible} \quad = \quad \text{société cible}$$

<sup>101</sup>cf. Smith, op.cit., p.99

La valeur que nous obtenons ne peut être évidemment qu'indicative, par le fait qu'elle n'arrive pas à résumer les avantages stratégiques et les actifs immatériels qui ne sont pas retenus dans les bénéfiques et qui ne sont pas présents dans les sociétés comparées. Le résultat exprime seulement la valeur qu'attribuerait le marché, ceteris paribus par rapport aux autres sociétés, à la société non cotée.

En conclusion, lors du calcul et de l'interprétation du PER, il est indispensable de considérer des facteurs pondérables tels que:<sup>102</sup>

- la distribution de dividendes dans le passé
- la stabilité de l'évolution du bénéfice dans le passé
- les taux de croissance passés du chiffre d'affaires et du bénéfice
- la capacité financière de l'entreprise (engagement suffisant de fonds propres, degré d'endettement, etc.)
- la fiabilité des données comptables (point de vue nominal ou emploi des méthodes d'inflation accounting?)

ainsi que de facteurs impondérables tels que:

- les prévisions du développement du secteur d'activité
- la situation concurrentielle
- la qualité du management
- le goodwill de la société auprès des investisseurs

et de considérations générales de marché que nous avons déjà pu exprimer dans les chapitre 3.1 et 3.2 (le taux d'intérêt p.ex.: des taux d'intérêts bas justifient des PER élevés).

---

<sup>102</sup>cf. Boemle, Wertpapier, p.213

### 3.3.2 La capitalisation des dividendes

Cette méthode est plus connue pour le calcul de rendement des placements à taux fixe. Elle peut néanmoins être employée pour les actions. Mais elle ne peut pas être fiable pour des sociétés suisses, car le pay-out ratio de celles-ci se situe sur des valeurs faibles.

Le problème, auquel nous avons déjà été confrontés, consiste à déterminer un taux d'actualisation. La simplification nous impose la comparaison avec le rendement des titres d'Etat plus 50% de risque. La formule de base reste la formule classique du calcul d'investissement

$$V = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)} + \frac{V_n}{(1+t)}$$

$$V = \sum \frac{D_p}{(1+t)} + \frac{V_n}{(1+t)}$$

où D sont les dividendes et V<sub>n</sub> est la valeur des ventes du titre à la fin de la période (ce qui correspond à la valeur de liquidation).

Nous arrivons à une première conclusion:

si le rendement des obligations de l'Etat (c'est-à-dire le taux d'actualisation) s'élève, la valeur de V diminue, et également dans le cas contraire<sup>103</sup>.

Cette conclusion a d'ailleurs déjà été confirmée graphiquement au chapitre 3.2.

La formule simplifiée pour la durée d'un an se modifie

---

<sup>103</sup>cf. Schleis, Börsengewinne, p.67

$$\text{de } V_0 = \frac{V_1 + D_1}{(1+t)} \quad \text{à } t = \frac{D_1 + V_1 - V_0}{V_0}$$

où  $t$  est automatiquement taux de rentabilité.

Ici également nous faisons la somme de la plus-value  $V_1 - V_0$ . C'est à ce stade qu'interviennent l'hypothèse et la formule de Gordon Shapiro<sup>104</sup>.

Si nous ne définissons pas un moment précis de revente du titre, nous supposons le maintenir à l'infini. L'actualisation de la valeur de liquidation tend vers 0. Dans cette hypothèse, le taux de croissance des dividendes est constant et égal à  $g$ . Pour une période  $p$  nous aurons

$$D_p = (1 + g) \times D_0$$

et par dérivation nous obtiendrons la formule générale

$$V = \sum \frac{D_0 (1 + g)^p}{(1 + t)^p} + 0$$

qui devient après simplification

$$V = D_0 \times \frac{1}{t - g}$$

appelée formule de Gordon Shapiro. Bien que son application ne trouve pas toujours de justification (surtout à propos de  $g$ ) elle est assez répandue chez les analystes<sup>105</sup>.

La fonction relative de l'analyse de la capitalisation des dividendes nécessite, comme c'était déjà le cas du PER, la considération de sociétés qui soient comparables. La méthode permettant d'atteindre la valeur d'une société non cotée est

---

<sup>104</sup>cf. Brillman-Maire, op.cit., p.80-83

<sup>105</sup>cf. Bordier & Cie, L'Italie au rabais, pp.17 s.

suggérée dans cet exemple<sup>106</sup>:

année	a) capitalis. boursière		b) dividendes		c) taux de dividendes	
	A	B	A	B	A	B
	1981	10'000	6'000	1'000	500	10,0%
1982	11'000	8'000	1'200	700	10,9%	8,8%
1983	12'000	10'000	1'400	900	11,7%	9,0%
1984	13'000	12'000	1'600	1'000	12,3%	8,3%
1985	14'000	14'000	1'800	1'200	12,9%	8,6%

année	d) pondération		c) x d) taux de div. pondéré		f) capacité de div soc. cible
	A	B	A	B	
	1981	10%	5%	1,0%	0,4%
1982	20%	10%	2,2%	0,9%	900
1983	20%	15%	2,3%	1,4%	1'100
1984	25%	30%	3,1%	2,5%	1'250
1985	25%	40%	3,2%	3,4%	1'450
	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>11,8%</u>	<u>8,6%</u>	<u>5'400</u> : 5 =
			<u>60%</u>	<u>40%</u>	<u>1'080</u>
			7,1%	3,4%	
				<u>10,5%</u>	

Valeur de la société cible : 1'080 : 10,5% = 10'285,7

<sup>106</sup>cf. Smith, op.cit., p.101

Ce procédé comporte deux points faibles.

L'un réside dans le facteur de pondération: celui-ci est attribué subjectivement, selon des paramètres de représentativité, à la capacité de générer des bénéfices et au taux de distribution normal.

Le deuxième point faible est la capacité de la société non cotée à payer des dividendes (les sociétés de ce type ont des liens particulièrement étroits avec leurs actionnaires: ces derniers sont d'autant plus intéressés à retenir les bénéfices dans la société, de par le fait qu'elle leur garantit dans tous les cas une plus-value et qu'elle leur évite la double imposition fiscale des dividendes). Dans une petite ou moyenne SA, l'actionnaire verse souvent une partie du capital sous forme de prêt à long terme, et reçoit un certain intérêt le récompensant du manque de dividende. Le résultat est avantageux: mineure imposition fiscale sur le bénéfice pour l'entreprise et certains avantages fiscaux pour l'actionnaire aussi.

Nous remarquons donc que la partie du bénéfice susceptible d'être distribuée serait beaucoup plus grande que celle qui est rendue publique.

### 3.3.3 La Price/Book value

La price/book value (rapport cours/actif net) est à la base de la détermination d'une sous-capitalisation (sous-évaluation) boursière d'une entreprise, même si ce n'est que rarement qu'une recommandation d'achat se base uniquement sur cette donnée. L'analyste, comme nous l'avons déjà vu plusieurs fois, ne dispose pas de toutes les informations relatives au bilan de l'entreprise, qui lui seraient d'ailleurs nécessaires pour parvenir à un résultat exact. Il procède donc sur la base d'estimations et de dérivations des informations à disposition. C'est au chapitre 2.4 que nous avons vérifié une modalité de détermination de la valeur substantielle. Celle que nous analyserons ci-après est à la base d'une étude à laquelle nous allons faire référence dans le chapitre 4., étant par ailleurs

déterminante<sup>107</sup>.

- La valeur des biens immobiliers est estimée à 70% de la valeur d'assurance. Les terrains sont évalués, dans la mesure du possible, au prix par m<sup>2</sup>.

- Les biens mobiliers et les équipements d'exploitation sont estimés à 50% de la valeur d'assurance.

- Les participations cotées sont évaluées à la cotation du jour. Les participations non cotées sont estimées sur la base du revenu en supposant le taux de distribution et le rendement des fonds propres.

- Selon la politique de l'entreprise, les provisions sont réduites de 50% au maximum.

- Le goodwill au bilan a été soustrait du capital propre.

- Le human capital ainsi que les "brand names" ne sont pas considérés. Leur importance est tout de même considérable, surtout pour des sociétés de services. Selon une étude<sup>108</sup>, la mort du fondateur d'une société fait monter le cours en moyenne de 3,5% tandis que le départ d'un top manager produit une régression de 1%. L'annonce du départ de deux spécialistes en acquisition de la First Boston a provoqué, par exemple, une perte de 60 millions de dollars de capitalisation boursière de la banque.

- Les stocks de marchandises ont été réévalués à 50% au maximum.

Nous pouvons donc concevoir qu'une analyse de ce genre soit soumise à des hypothèses de travail très précises et uniformes, pour permettre des comparaisons et des interprétations

---

<sup>107</sup>Cf. Vontobel, Valeurs intrinsèques avril 1987, pp.1 s.

<sup>108</sup>Cf. Finanz und Wirtschaft du 20.2.1988, p.15

convenables.

La book value trouve son application surtout dans des entreprises qui gèrent des actifs très liquides. En n'étant pas directement reliée au processus de création de revenus, elle ne revêt pas la même importance que le cash flow, la capacité productive, etc.. En Suisse cette valeur peut tout de même avoir une importance particulière due aux réserves latentes et au niveau bas du taux de distribution.

En définitive, la fonction de la book value est de mesurer la participation relative à la valeur nette de l'entreprise. Elle donne aussi des indications sur le montant de la breake up value.

#### 3.3.4 La capitalisation boursière

La capitalisation boursière exprime la valeur que le marché assigne à l'entreprise. Toutes les considérations faites à propos des cours de bourse sont à rappeler pour cette valeur. Pour l'analyste, cette valeur représente une indication précieuse dans ses comparaisons: il s'agit du prix de l'entreprise si l'achat a lieu entièrement à la bourse. Il est toutefois reconnu que ce même prix doit être affecté d'une prime si nous voulons obtenir un succès.

La capitalisation boursière est aussi en relation avec le chiffre d'affaires. Le rapport capitalisation boursière/chiffre d'affaires sert en effet à déterminer les marges utiles pour les comparaisons entre les entreprises. Les marges sont nécessaires lors de la détermination de la sous-évaluation boursière de l'entreprise. Dans des considérations de ce type il manque toutefois la composante de rentabilité: deux entreprises peuvent produire le même chiffre d'affaires en réalisant des bénéfices différents. Il est donc nécessaire de faire accompagner une analyse de ce type de confrontations de PER.

### 3.3.5 Conclusion

Nous pouvons en déduire que la capitalisation boursière est la valeur brute de l'entreprise sur le marché, le point de départ de l'analyse boursière. Par la combinaison de ce facteur avec d'autres facteurs reliés à la capacité à produire des revenus (tels que le bénéfice, le chiffre d'affaires, le cash flow, le dividende), nous obtenons des confirmations remarquables sur la valeur de l'entreprise.

La capitalisation des dividendes, vu les limites d'objectivité qui la caractérisent, est donc plus indiquée pour des calculs de rendements d'investissements que pour déterminer la valeur d'une société non cotée.

La book value reste pour l'analyste un argument défensif, en d'autres mots un indice de sécurité. Le bénéfice, le cash flow, les ventes, et tous les rapports qui en sont dérivés, sont par réflexe des arguments dynamiques.

En définitive, si la valeur boursière ne se basait que sur le rendement et sur les dividendes, et non sur des placements visés à la substance de l'entreprise, nous pourrions alors conclure qu'un PER élevé est le signe d'un bon management et qu'un PER bas témoigne d'une mauvaise équipe qui ne sait pas bien gérer les actifs, et qui mériterait d'ailleurs qu'on les lui enlève.

### 3.4 L'influence de l'entreprise sur le cours des titres

#### 3.4.1 Introduction

Bien que l'entreprise ne soit généralement disposée à admettre qu'elle ait déjà essayé, d'une manière ou d'une autre, d'influencer le niveau des cours de ses propres titres, nous sommes à même de leur donner quatre bonnes raisons d'avoir opéré ainsi.

- Augmentation du capital: nous avons déjà vu auparavant que la société a tout intérêt à libérer des cours élevés en raison d'un agio plus intéressant.

- Image: parfois la chute isolée d'un titre peut être mal vue et porter préjudice (voire manque de confiance) non seulement aux milieux des analystes financiers mais encore, par le biais de la presse, aux investisseurs particuliers. Cela peut enfin avoir des effets de publicité négative auprès des clients.

- Imperfection du niveau du cours: la disproportion entre le cours considéré comme correct par l'entreprise et celui exprimé par le marché peut avoir des conséquences dangereuses pour l'autonomie de l'entreprise (voir chapitre 5), à tel point qu'une intervention serait tout à fait justifiée.

- Satisfaction de l'actionnariat: il peut y avoir des frictions à l'intérieur de l'actionnariat, en particulier à propos du capital gain attendu mais non perçu en raison de la politique de l'entreprise (le cas de CANES, la Convention d'Actionnaires Nestlé en est l'exemple classique; consulter à ce propos le chapitre 5.1.2), tant et si bien qu'un soutien indirect du cours se révélerait indispensable.

Dans ces cas-là, il est clair que l'entreprise doit agir de manière indirecte, le Code des Obligations lui interdisant tout

achat de ses propres titres.

Nous pouvons affirmer que toutes les prises de décision de l'entreprise sont en mesure de provoquer des variations du cours. Deux paramètres en particulier peuvent avoir une influence déterminante. D'une part la politique des dividendes, qui touche directement l'investissement, c'est-à-dire le rendement; d'autre part toute la politique de communication de l'entreprise, que nous pouvons subdiviser en information active et transparence.

### 3.4.2 La politique de distribution du bénéfice

A l'origine, l'actionnaire d'une société anonyme a le droit de décider de la destination des bénéfices réalisés dans l'exploitation. Il doit donc être en mesure de décider si le bénéfice va être réinvesti à l'intérieur de l'entreprise, ou s'il doit être distribué sous forme de dividendes aux actionnaires, tout en gardant quelque fonds pour les réserves. Nous remarquons que chez nombre de sociétés suisses, la somme des dividendes que l'administration a l'intention de verser détermine la part du bénéfice qui sera à disposition de l'assemblée générale<sup>109</sup>. Nous ne devons pas nous étonner si la grande partie du bénéfice publié est distribuée aux actionnaires, après avoir suivi les prescriptions de la loi se référant aux réserves obligatoires. Nous ne nous occuperons pas ici du rôle de l'actionnaire au sein de la société (il en sera question au chapitre 5) mais de ses intentions particulières en qualité de propriétaire. Il est intéressé en principe par:

- le rendement de son investissement, calculé sur la base du dividende qu'il a prévu de recevoir;
- la plus-value de la société (et donc du cours du titre), fonction du réinvestissement des bénéfices réalisés (le capital gain).

---

<sup>109</sup>cf. Boemle, Unternehmensfinanzierung, p.272

Comme nous l'avons déjà vu auparavant, la répartition du bénéfice est normalement décidée par l'administration et ensuite proposée à l'assemblée générale. Le choix de base des gestionnaires devrait se concentrer sur des paramètres de rentabilité: "elle investirait alors les fonds dont elle dispose soit à l'intérieur, soit dans des participations, à condition que tout investissement ait une valeur actuelle nette positive, c'est-à-dire que la rentabilité attendue de l'investissement soit supérieure au taux auquel on actualise les bénéfices"<sup>110</sup>. Ceci est aussi le fondement de la théorie résiduelle: tout bénéfice que l'entreprise ne saurait rentabiliser mieux que l'actionnaire lui-même est distribué.

Pour financer ses investissements futurs, l'entreprise s'appuie sur son cash flow, et donc aussi sur les bénéfices. Si ces derniers sont distribués, l'entreprise sera contrainte de s'engager sur la voie de l'endettement externe. D'où la conclusion que les dividendes sont distribués par le biais de capitaux de tiers.

Toutefois nous sommes en mesure d'affirmer que dans la plupart des cas, en Suisse notamment, la partie des bénéfices retenue par l'administration est plutôt destinée à la prévention (prudence en prévision de situations moins favorables), se concrétisant par des amortissements extraordinaires et des réserves latentes. Il s'agit de capitaux qui ne sont pas réinvestis et d'une méthode en marge des principes de la théorie résiduelle.

Cette attitude est pourtant favorisée par le législateur. L'article 663 ligne 2 du Code des Obligations garantit l'institut des réserves latentes et arrive même à proposer des paramètres de gestion d'entreprise en qualifiant la politique des dividendes constants d'opportune.

Le point de vue de la théorie résiduelle, ainsi que ces considérations, ne s'appliquent toutefois qu'à l'analyse financière du dividende.

Pour sa part la politique des dividendes joue un rôle considérable dans la politique de l'entreprise, car elle représente la seule indemnisation financière directe à l'égard de l'actionnaire. Les bonnes relations avec l'actionariat sont très

---

<sup>110</sup>cf. Solomon, Théorie de la gestion financière, p.125

importantes, du fait que ce dernier est en mesure d'influencer le coût du capital. En concrétisant son propre mécontentement par la vente du titre faisant chuter le cours, il rendrait plus cher, voire moins convenable, un besoin futur sur le marché des capitaux. L'impact du dividende sur le public et sur l'investisseur est tel qu'il est un élément essentiel du goodwill financier de la société, et donc paramètre primaire d'intervention. Pour ces raisons il est de loin préférable d'établir une politique des dividendes constants et prioritaires. Sa substitution au profit du capital gain (ou par l'émission gratuite de nouveau capital, méthode souvent évitée à cause des coûts d'émission), même censée éviter la double imposition, n'est pas encore bien considérée par suffisamment d'investisseurs. Ils ne sont pas prêts à vendre une partie de propriété pour obtenir un revenu qui possède un caractère de régularité pour leur budget personnel. Ceci est conforté par les statistiques sur les concentrations de pouvoir économique: le capital gain est de moins en moins déterminant pour un grand investisseur qui privilégie plutôt les effets de synergie ou d'exploitation, avant le rendement à tout prix. Pour nous, la question fondamentale reste celle de l'incidence des dividendes sur le cours de l'action, et donc sur le choix d'investissement.

En 1961, Modigliani-Miller proposèrent la thèse de la neutralité des dividendes<sup>111</sup>. Ils soutenaient que la valeur de l'entreprise sur le marché était seulement fonction de sa capacité à produire des bénéfices. De nombreuses études ont démenti cette argumentation sur la base de calculs de régression démontrant une meilleure corrélation entre dividendes et cours boursier qu'entre cours et bénéfice<sup>112</sup>. Les effets de certitude, le caractère d'information et la régularité des dividendes sont les arguments essentiels opposés au postulat de neutralité des dividendes. Ce postulat était déjà sujet à des défaillances au niveau des hypothèses de base, étant l'égalité de l'imposition fiscale des

---

<sup>111</sup>Cf. Modigliani-Miller, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, cité par Van Horne, Gestion et politique financière, p.186

<sup>112</sup>Ces études sont citées par Solomon, op.cit., p.127

dividendes et du capital gain infondé.

Il se justifie toutefois par une fonction informative du dividende: "les dividendes reflètent les bénéfices futurs (qui sont les véritables variables explicatives des cours), ce que ne sont pas les bénéfices du dernier exercice<sup>113</sup>. Nous concluons à ce sujet que le dividende est la mesure de capacité de rendement de l'entreprise envers le public<sup>114</sup>. Le marché réagit donc de manière différente selon la politique de distribution suivie: une politique des dividendes constants, de par l'information qu'elle donne, paraît sécurisante à plus d'un titre. Une politique qui envisage la rétention de bénéfices au profit de futurs investissements ne présente pas seulement des éléments d'incertitudes par rapport au retour de ces investissements (ROI), mais aussi un manque de confiance envers le marché quant à ses capacités à supporter une réalisation de capital gain des sociétés qui présentent un écart trop grand entre cours et valeur intrinsèque de l'action.

Il n'a pourtant pas encore été possible de démontrer avec exactitude la confiance unilatérale des entreprises quant à l'incidence de la politique des dividendes sur les cours. Le fait que presque la totalité des sociétés verse un dividende (même si minime) est indicateur de confiance dans la réaction du marché à une telle forme de distribution. Nous pouvons aisément confirmer ces hypothèses par l'observation du marché suisse. Les considérations que nous pouvons en tirer restent malgré tout des hypothèses de part le manque de transparence des politiques et des données qui sont à la base de ces décisions.

Il devient intéressant de montrer qu'une politique de rétention des bénéfices est à la base de sociétés jeunes ou en voie d'expansion, et par opposition une politique de dividendes en croissance constante se manifeste dans le cas d'entreprises stables ou en croissance linéaire. En terme de ratios, une société en expansion aura un PER haut et un dividend yield bas, tandis qu'une société stable sera caractérisée par un PER relativement bas et par un dividende plus important.

---

<sup>113</sup>cf. Solomon, op.cit., p.127, Boemle partage la même opinion, Unternehmensfinanzierung, p. 266

<sup>114</sup>cf. Boemle, Unternehmensfinanzierung, p.265

Si nous prenons l'exemple du secteur bancaire, qui est un secteur stable et solide, il présente un PER moyen de 8,1 et un dividend yield de 3,7% (la moyenne totale du marché est de 11 respectivement 2,3%) pour 1988. Pour sa part le secteur de la distribution alimentaire, caractérisé par une lutte sur les quotas de marché non détenus par l'unité mère de distribution ( Migros n'étant pas cotée en tant que coopérative) montre un PER moyen de 20,4 et une rente de 1,4%<sup>115</sup>.

Un exemple important de la fonction médiatique du dividende et de sa prise en compte en tant qu'instrument de manipulation de cours ainsi que véhicule de la politique financière de l'entreprise, est entre autres celui de Ciba-Geigy.

En 1988, la société chimique a obtenu un bénéfice de 20% supérieur à celui de l'année précédente. Le résultat était prévu par les analystes. Les mêmes prévoient une augmentation du dividende au sens strict (de 10,5%) mais pas du payout ratio<sup>116</sup>. En règle générale nous assistons à une progression du payout ratio lorsque le bénéfice est régressif et que l'on veut maintenir le dividende constant. L'entreprise a pourtant proposé une progression de près de 32% au dividende, modifiant ainsi la politique de distribution. Le payout ratio, au lieu de descendre autour de 17%, a progressé jusqu'à 20,2%. Le choix de Ciba Geigy s'est fondé sur des observations de politique de gestion et de politique financière. Depuis quelque temps déjà nous avons assisté, en dehors de ces titres, à une progression des actions nominatives et une régression du cours des porteurs, bref à une évolution vers une parification. La nouvelle démarche sur les dividendes est considérée par les analystes comme un pas vers l'ouverture de la société aux investisseurs étrangers, et par conséquent vers le retrait des limitations sur les actions

---

<sup>115</sup>cf. Vontobel, Research Report Swiss Stock Guide 20.02 1989

<sup>116</sup>Les analyses de Vontobel, dans le Research Report Swiss Stock Guide du 20.2.89, estimaient le dividende pour l'exercice 1988 à 42 francs contre 38 de l'année précédente. Vu la diminution du earning per share l'année précédente, le payout ratio passait de 17,6 à 18,5%. L'on prévoyait donc une diminution de ce ratio pour cette année.

nominatives<sup>117</sup>. Les répercussions au niveau des cours sont évidentes:

	31.1.'89	24.2.'89
cours actions porteurs	3020	3165
cours actions nominatives	2240	2650
cours bons de participation	2330	2570

En conclusion, nous sommes à même d'affirmer que la politique des dividendes affecte presque toujours la valeur de l'entreprise. Nous supposons donc deux différentes catégories de donneurs de capital: l'une qui vise au contrôle de la société, l'autre qui la choisit en tant que placement. La neutralité des dividendes sur la valeur boursière n'est pas donnée à ce stade de l'analyse. Son importance se fait moins décisive par le fait que la marge de revenu constituée par les dividendes reste inférieure à celle auquel l'investisseur peut s'attendre sur le montant du capital investi, par l'augmentation de la valeur boursière.

### 3.4.3 La structure de l'endettement en tant que paramètre exogène agissant sur la valeur de l'entreprise

Les différences entre plusieurs courants de pensées économiques sont marquantes dans des domaines comme ceux de l'endettement et du coût du capital, où la confrontation empirique n'est en mesure de donner quelques résultats que si nous nous imposons des hypothèses de travail assez strictes. De plus, il est difficile d'établir quels sont les déterminants d'une constatation empirique. Le point de discordance entre les différentes théories se situe principalement au moment de reconnaître le coût du capital en tant que facteur intervenant sur le cours boursier. D'autres soutiennent que le choix de l'investisseur est automatiquement neutralisé par le marché, ne laissant pour seules motivations à l'achat de titres d'une société que le risque économique et la capacité à produire des bénéfices. Cette distinction est

---

<sup>117</sup>cf. Lettre de Ventobel aux investisseurs du 24.2.1989

à la base de la différence entre la conception classique et la théorie de Modigliani-Miller.

La conception classique ou traditionnelle sur l'endettement et les cours boursiers se fonde sur le principe de l'influence de la structure du capital sur la valeur boursière de l'entreprise. "L'endettement optimal peut être défini comme la combinaison de fonds propres et des dettes pour laquelle la valeur totale de la société en bourse (actions et obligations) est maximale."<sup>118</sup> Les cours, par conséquent la valeur, réagissent en trois phases. Une première augmentation de l'endettement influence les coûts du capital qui subissent les conséquences positives de l'effet de levier. Le bénéfice augmente en raison d'une dette de coût faible, tandis que la "required rate of profit" des détenteurs de capital propre reste plus ou moins constante, en tout cas sans effet sur le coût total du capital. C'est pour cette raison que la valeur boursière de l'entreprise augmentera.

L'effet de levier agit positivement sur le coût du capital jusqu'à concurrence d'un certain rapport entre endettement de tiers et capitaux propres<sup>119</sup>. A ce moment-là les moindres coûts des dettes sont compensés par les "required rates of profit" qui sont augmentés en raison du risque causé par le faible rapport dans la structure du capital. L'effet sur les cours est donc pratiquement nul.

Au-delà de cette limite, aussi bien les "required rates of profit" que les coûts de la dette augmenteront, faisant diminuer les cours.

La conception classique a donc été critiquée surtout à cause de l'interaction directe entre le coût du capital et le cours boursier, respectivement la valeur de marché. En particulier Modi-

---

<sup>118</sup>cf. Solomon, op. cit., p.85

<sup>119</sup>Ce rapport n'a pas de valeur absolue. On peut observer des valeurs moyennes approximatives appliquées partout dans un secteur (l'industrie lourde par exemple, avec d'importantes immobilisations d'exploitation, qui doit soutenir un rapport capitaux propres/endettement tiers largement supérieur au rapport qui caractérise une société de services), ou même des valeurs caractéristiques de certaines cultures ou régions (le principe de propriété crée des degrés d'endettement qui varient de la Suisse aux Etats-Unis).

gliani et Miller<sup>120</sup>, faisant abstraction des impositions et des déductions fiscales des charges d'intérêt, ont démontré que par un processus d'arbitrage, le marché ramenait à la même valeur globale deux entreprises de risque économique identique mais de degrés d'endettement différents. D'autres analyses<sup>121</sup>, qui s'appuient sur des marchés efficients, démontrent que "l'augmentation du taux de rentabilité exigée par les actionnaires", la "required rate of profit", correspond juste à la prime de risque supplémentaire nécessaire pour couvrir l'accroissement du risque consécutif à l'endettement. La confirmation empirique de ces théories reste pourtant quasi impossible en raison surtout du manque d'efficacité et de transparence des marchés (voir chapitre 3.2).

En conclusion, la solution qui semble être la plus convenable nous amènerait à partager le cash flow résultant de l'exploitation entre dettes et capitaux propres, de manière à optimiser la valeur de marché de l'entreprise. L'entreprise devrait, pour sa part, choisir ses nouveaux moyens de financement, en tenant compte également des conséquences éventuelles sur les cours de ses titres, et ainsi vérifier les réactions possibles des actionnaires actuels par la "required rate of profit".

#### 3.4.4 L'influence de la politique d'information et de la transparence sur la valeur de marché de l'entreprise

L'article 697 CO garantit à l'actionnaire le droit d'être informé. Si nous pondérons ce droit aux décisions que l'actionnaire doit prendre (voir article 698 CO), nous devrions lui présenter toute l'activité de gestion dans ses particu-

---

<sup>120</sup>cf. F.Modigliani-M.Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, XLVIII, pp. 261-297, rapporté par Solomon, op.cit., p.92-97; Glais, Diagnostic financier de l'entreprise, pp. 118-124

<sup>121</sup>cf. Glais, op.cit., p.118

larités<sup>122</sup>.

Le fait que l'actionnaire ne soit pas confronté à des devoirs de fidélité envers la société<sup>123</sup>, pose des problèmes considérables sur la garantie des intérêts vitaux de la société, surtout par rapport à la concurrence. Pour cette raison l'article 697 CO prévoit des limitations quant au droit de s'informer, afin de préserver le secret de gestion et les intérêts de la société. La subjectivité accordée par la loi dans la détermination de ces deux paramètres implique que le droit à s'informer de l'actionnaire ne peut garantir l'accès aux informations fondamentales<sup>124</sup>.

L'association de la bourse des titres de Zürich exige de chaque société cotée une publication de ses activités (article 5 du Règlement de cotation<sup>125</sup>). Cet article n'est toutefois pas restrictif pour les sociétés, car le bilan à publier est le bilan commercial (qui préserve une pleine liberté en ce qui concerne les réserves latentes) et les autres données requises poursuivent plutôt une politique de protection de l'actionnaire que d'information de celui-ci.

Comme nous l'avons déjà dit, l'administration est légalement en mesure d'exécuter des opérations de "maquillage" des comptes, pourvu que ceux-ci tendent vers une sous-évaluation de la substance. La transparence des comptes n'est donc pas possible puisque le public n'est pas en mesure d'apprécier si la société a oui ou non profité de ces opportunités. L'importance de ce manque de transparence à l'extérieur de la société, en ce qui concerne d'importantes particularités de l'entreprise, a ouvert la porte à nombre d'abus. Les délits d'initiés, commis par des particuliers qui, à des fins de spéculation, se servent d'informations propres à une société alors que les autres sujets du marché n'en ont connaissance, se sont multipliés à tel point

---

<sup>122</sup>cf. Druey, Information contra Geheimschutz, cité par Binder, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, p.80

<sup>123</sup>cf. Binder, op.cit., p.80

<sup>124</sup>cf. Binder, op.cit., p.82

<sup>125</sup>cf. Effektenbörsenverein, op.cit., p.89

que cette vague a poussé la Suisse à promulguer une nouvelle loi réprimant ces délits.

L'asymétrie des informations à la disposition des différents sujets économiques sur le marché est aussi une des causes de l'inefficacité du marché. Comme nous avons déjà pu le constater, le prix du titre exprimé par le marché ne peut pas être correct, car les interprétations de la société sont différentes selon le degré d'information. Il est clair que cette disproportion est due aux différents degrés de participation et d'intérêt à l'entreprise. Le groupe détenant la majorité du capital ainsi que le management seront les premiers intéressés à la continuité de l'entreprise et opteront plus volontiers pour des paramètres de prudence. Le détenteur d'un seul titre, au contraire, cherchera un rendement maximal de son investissement. Il serait intéressant d'étudier si cette dichotomie d'intérêt ne pourrait également être résolue par une politique d'information plus efficace et un vote en faveur de la transparence. Reste le fait que l'inefficacité du marché stimule la nécessité d'informations: un marché parfaitement réglé ne nécessite en principe pas d'autres informations que celles qui le déterminent. A ce moment la confiance de l'investisseur serait totale, et le prix (le cours) serait synonyme de valeur.

L'analyste doit savoir reconnaître, dans les grandes lignes au moins, le résultat effectif de la société et, par déduction, établir les choix possibles. Dans ses évaluations il doit procéder à des hypothèses permettant d'aboutir à un résultat concret qui a une fonction presque exclusivement comparative (voir recherche Vontobel sur les valeurs intrinsèques au chapitre 3.3 pour les hypothèses de travail et au chapitre 4.1 pour les comparaisons résultantes). Aux Etats-Unis, les bilans d'exploitation pour 1987 présentaient des chiffres très positifs: en '86 les 100 premières sociétés du point de vue du chiffre d'affaires montraient dans l'ensemble une réduction de 16% du bénéfice. Les mêmes sociétés montraient pour le '87 une augmentation de ce dernier de 25%<sup>126</sup>. Dans l'analyse de ces chiffres et de ces bilans, il est nécessaire de considérer la diminution de

---

<sup>126</sup>cf. SHZ du 10.3.1988, Verglodete Bilanzen, p.51

l'imposition fiscale du taux maximum de 46% à 34%, ce qui avait engendré la publication de parties de bénéfice sinon cachées. Cette réaction de la part des sociétés fut largement prévisible et généralisée à tout le marché.

Quand le manque de transparence est relatif à une société particulière, des conséquences dangereuses peuvent s'ensuivre pour celle-ci. La structure organisationnelle du groupe Pirelli, par exemple, était jusqu'en 1988 si complexe qu'elle empêchait de procéder à une analyse claire. De plus, ce groupe ne publiait qu'un bilan cumulé. Les analystes et les opérateurs boursiers ont réagi à ce manque de transparence en négligeant ces titres et en produisant ainsi une chute d'environ 30% des cours. C'est en effet la conséquence de la baisse isolée des dividendes à défaut d'autres informations. Une nouvelle structure ainsi que la publication d'un bilan consolidé dès le printemps '89 ont mené à une amélioration sensible de la transparence<sup>127</sup>.

Ces effets ne se produisent pas si la société se trouve, sous l'angle de l'information, au même niveau que les usages du marché. La Commission "Information des actionnaires" de l'Association Suisse pour l'Analyse Financière et la Gestion de Patrimoine se préoccupe depuis plus de vingt ans de vérifier l'état des flux d'informations en contrôlant un nombre choisi de sociétés cotées, et en encourageant à des améliorations en publiant ses résultats dans un rapport d'activités<sup>128</sup>.

Le contenu des informations à la disposition des actionnaires est évalué sur la base de 59 critères. Les résultats des moyennes sur les 45 sociétés considérées ont montré que l'actionnaire était très mal informé au sujet de:

- la politique de financement des investissements;
- l'évolution du stock des commandes;
- les dépenses pour la recherche et le développement;
- les projets d'investissements.

---

<sup>127</sup>Pour les informations sur la Société Internationale Pirelli, voir les études de la Banca della Svizzera Italiana (5.10.'88) et Bordier & Cie (octobre '88)

<sup>128</sup>Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung (SVFV), Kommission "Information der Aktionäre, Zweiundzwanziger Tätigkeitsbericht 1988

Quant aux données sur la capacité de rendement de l'entreprise, l'actionnaire restait encore trop peu renseigné, en particulier à propos :

- du cash flow;
- des dépenses et revenus particuliers;
- des cantonnements;
- du bénéfice.<sup>129</sup>

Compte tenu de ces résultats, nous imaginons mal comment l'actionnaire pourrait être en mesure d'exercer son droit de décision sur la distribution du bénéfice, notamment s'il ne dispose pas d'informations suffisantes concernant les projets d'investissements, le cash flow et le montant effectif du bénéfice; il ne pourra non plus décider correctement sur l'opportunité ou non d'un financement intérieur (réinvestissement des bénéfices).

L'influence du flux d'informations dans la détermination du cours est confirmée par le classement des 45 sociétés par ordre d'informations aux actionnaires. Des cinq premières, trois font objet de recommandations de la part des analystes, et des cinq dernières deux ne viennent pas évaluées<sup>130</sup>.

Par ailleurs les rapports de gestion sont utilisés en tant que véhicules publicitaires des propres titres. British Petroleum, dans le but d'internationaliser la propriété et de promouvoir ainsi ses propres titres, a présenté ses bons résultats de 1987 de façon spectaculaire, sous forme de publicité sur les pages des journaux. Les milieux financiers ont néanmoins réagi en termes douteux quant à ce nouveau type d'activité médiatique<sup>131</sup>.

Il faut admettre que dans le domaine de la transparence, la place financière a connu des progrès sensibles. Dans le domaine de l'information aux actionnaires, les sociétés reconnaissent de plus en plus un principe de correction, mais encore une fonction

---

<sup>129</sup>cf. SVFV, op.cit., pp. 11 et 16-17

<sup>130</sup>cf. Vontobel, Research Report Swiss Stock Guide 20.2.1989

<sup>131</sup>cf. Finanz und Wirtschaft du 20.2.1988, p.15

de relations publiques, un facteur de publicité. Il est admis que la philosophie d'information peut être déterminée en fonction des intérêts particuliers de l'entreprise: "primary objective of the corporate report is essentially to influence the investment decisions of existing and prospective securityholders" <sup>132</sup>.

Les progrès dans le domaine de l'information sont nés de plusieurs facteurs<sup>133</sup>.

- Une bonne information a des avantages non seulement pour l'actionnaire mais aussi pour l'entreprise. La manipulation pour le soutien du cours apparaît comme l'un des avantages.

- Les directives de la CEE en matière comptable (surtout la 4<sup>ème</sup> et la 7<sup>ème</sup> à propos des comptes des groupes) influencent de plus en plus les sociétés suisses. Pour les multinationales le problème ne se pose donc pas seulement dans le domaine de la réciprocité, mais aussi dans la confrontation comptable.

- Un degré d'informations insuffisant est l'une des raisons de la sous-évaluation des actions, qui pourrait en l'occurrence entraîner des tentatives de rachat.

- La place financière suisse a besoin de plus de transparence et de meilleures informations si elle veut rester compétitive sur le plan international.

L'entreprise devrait se fixer pour objectif le maintien d'une image fidèle selon le concept anglo-saxon de "true and fair view", qui expose ses rapports de gestion rassemblant non seulement des données de base, mais aussi des points de vue et des perspectives d'évolution du management à propos du bénéfice et

---

<sup>132</sup>cf. Keane, op.cit., p.137

<sup>133</sup>cf. SVFV, op.cit., p.4

de l'état financier des affaires<sup>134</sup>.

Déjà Boemle, en 1965, voyait dans l'information de l'entreprise les objectifs suivants<sup>135</sup>:

- garantir à l'actionnaire une vue d'ensemble sur l'entreprise, qui ne soit ni trop améliorée ni trop dramatisée;
- informer non seulement les actionnaires actuels mais aussi les potentiels, et donc aussi ceux qui les conseillent (banques, analystes, etc.);
- informer afin d'améliorer la productivité du marché des capitaux.

Ces objectifs sont encore aujourd'hui très actuels et incitent à poursuivre, soit sur une base volontaire, soit sur une base législative.

Il convient de les poursuivre selon le principe de régularité-prudence-sincérité<sup>136</sup>. Certaines sous-estimations d'actifs sont si évidentes que même la crédibilité des administrateurs au sein non seulement des analystes, mais aussi des actionnaires, pourrait être remise en question.

---

<sup>134</sup>cf. Keane, op.cit., p.137

<sup>135</sup>cf. Boemle, Die Publizität der Aktiengesellschaft, p.102

<sup>136</sup>cf. Guedj, Analyse comptable et gestion financière, pp.28-31

### 3.5 Excours: Le Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>137</sup>

Les considérations relatives au risque d'un placement servent d'indications pour la valeur d'un titre. Le fait que la volatilité du cours soit indice du risque boursier apparaît comme logique. Le Capital Asset Pricing Model a été conçu pour quantifier le risque, et se propose de déterminer les prix des valeurs mobilières qui permettent à l'offre et à la demande, pour chacun des titres, de s'équilibrer en réalisant l'équilibre général du marché.

Le CAPM est en réalité un model d'équilibre, ce qui implique une conformité entre la valeur de bourse d'une société et sa vraie valeur. Le CAPM se distingue des models de déséquilibre de par le fait que le multiple PER théorique de ces derniers ne correspond pas forcément au PER réel.

Le CAPM s'appuie sur les principes d'optimisation de la sélection du portefeuille de Markowitz, puis a été simplifié et développé en 1970 par W.F.Sharpe. Les prérogatives de base du model sont:

- efficience du marché;
- transparence du marché;
- comportement rationnel des investisseurs, c'est-à-dire tendance à limiter le risque tout en maximisant le rendement;
- intérêt non différencié selon le risque;
- publication des données respectant les principes du droit des sociétés.

Les deux variables de base sont la rentabilité et le risque.

#### a) La rentabilité

Comme nous avons déjà pu le constater, l'intérêt financier d'un titre ne se limite pas au seul rendement sous forme de dividende, mais comprend aussi un intérêt de la plus-value. Nous pouvons

---

<sup>137</sup>Ce paragraphe s'appuie en particulier sur les considérations faites par plusieurs auteurs et résumées dans: Rosenfeld, L'évaluation des actions, pp.161-198; Jacquillat/Solnik, Le marché financier, pp.115-139; Brealey, Risque et profit à la bourse, pp.59-66 et 105-111.

synthétiser ce concept dans la formule:

$$R(t) = (d(t) + P(t) - P(t-1)) / P(t-1)$$

où  $R(t)$  est le rendement total du titre au moment  $t$ ,  $d(t)$  et  $P(t)$  le dividende respectivement le cours de la même période, et  $P(t-1)$  le cours au moment de l'achat du titre.

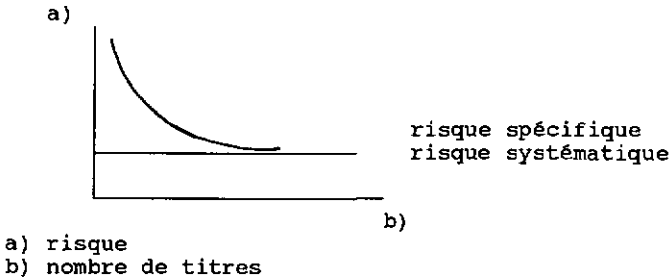
#### b) Le risqua

Le risque se situe au niveau de la réalisation des espérances de rentabilité, lorsqu'il y a incertitude quant à la valeur de cet actif financier à une date future. Dans le procédé de sélection d'un portefeuille optimal, Markowitz a décrit le type de choix sur la base d'une corrélation négative.

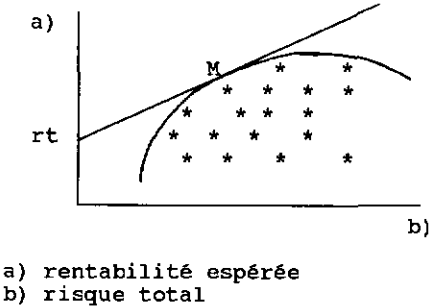
Prenons par exemple deux actions, celles de Mobiloil et de Swissair, qui ont toutes deux cette corrélation particulière; prises individuellement elles réagiront de façon exactement contraire à un événement exogène sur le marché (par exemple une augmentation du prix du pétrole). Cependant elles compensent réciproquement les risques en éliminant complètement la variance du portefeuille qu'elles constituent.



S'il n'y a aucune corrélation, plus grand sera le nombre de titres constituant ce portefeuille, plus petit sera le risque spécifique, qui s'approchera d'autant plus du niveau du risque de marché (risque systématique). Ce dernier est causé par des corrélations positives auxquelles tous les cours sont sensibles.



Dans le graphique qui suit, chaque titre a une position précise; la combinaison de ces titres à des proportions différentes produit une courbe entre A et B qui est définie comme frontière efficiente. Le niveau du rendement des titres sans risque (tel que des emprunts obligataires à court terme de l'Etat) est marqué par le point  $r_f$ . En respectant les prérogatives limitant le modèle, nous pouvons tracer une ligne qui sera tangente à la frontière d'efficience. Le portefeuille M est défini de marché, et chaque portefeuille ainsi combiné est défini parfaitement diversifié.



Les actions du marché ne réagissent pas toutes de la même façon à des événements du marché. A chaque action du marché vient donc s'ajouter un coefficient de volatilité ( $\beta$ ), qui a la fonction d'indicateur des fluctuations d'un titre par rapport à celles du marché. Nous dérivons ce facteur par la formule:

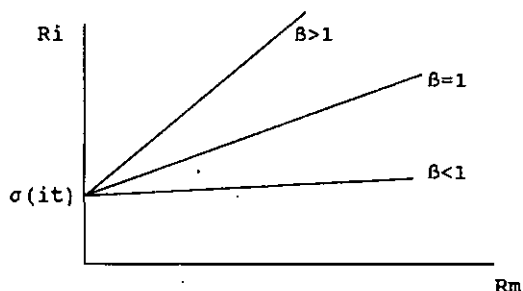
$$\beta = \text{cov}(R_j, R_m) / \text{var } R_m$$

où  $R_j$  est le rendement du titre  $j$ ,  $R_m$  est le rendement du portefeuille de marché. Le portefeuille de marché présentera pour sa part un  $\beta = 1$ .

Le facteur  $\beta$  n'exprime pas le risque financier de la société, mais le risque connecté à :

- la branche
- l'activité
- le marché des ventes
- les actifs
- la structure financière.

Graphiquement, sous forme de droite de régression mise en relation entre la rentabilité de l'action  $i$  ( $R_i$ ) avec la variation relative de l'indice de marché ( $R_t$ ), des différents  $\beta$  se présentent ainsi :



Cette droite de régression a pour équation :

$$R(it) = \sigma(it) + \beta R(mt) + \tau$$

où  $\sigma(it)$  correspond à la valeur espérée de  $R(it)$  lorsque le marché n'a pas fluctué, et  $\tau$  exprime la valeur résiduelle indiquant la distance de chaque point depuis la droite dans la période considérée (cette valeur moyenne pour l'ensemble de la période est nulle).

Le cas de  $\beta > 1$  comprend les titres pour lesquels une variation déterminée du marché implique une forte variation de la renta-

bilité de ce titre.

Le cas de  $\beta < 1$  comprend les titres plutôt stables qui réagissent de façon proportionnelle sur le rendement à une variation de l'indice du marché.

Dans la détermination de la structure du portefeuille, nous tentons donc de trouver des titres avec des corrélations négatives en vue d'une minimalisation du risque. Les titres de Swissair et de Mobiloil suivent un procédé contraire à cause du facteur coût/revenu du pétrole.

L'application du Capital Asset Pricing Modell au marché suisse est limitée à cause de:

- l'inefficacité du marché
- le manque de transparence
- l'étroitesse du volume des actions
- les problèmes d'information.

Il faut ajouter que les corrélations négatives du marché suisse ne sont pas importantes au point de permettre une diversification optimale du portefeuille. Les résultats d'une recherche<sup>138</sup> montrent qu'en Suisse le 44% du risque total ne peut être supprimé par la diversification du portefeuille, alors qu'aux Etats-Unis l'on compte seulement le 27% du risque total. Comme nous avons déjà eu l'occasion de le constater<sup>139</sup>, quatre branches (banques, chimie, alimentaires et assurances) couvrent trois quarts de la capitalisation boursière du marché de Zurich, tandis que sept entreprises en rassemblent plus de la moitié. Cette concentration du risque concourt à l'aviilissement de l'application du CAPM sur le marché suisse.

Finalement, il n'est pas imaginable d'appliquer un model d'équilibre au marché suisse qui, comme nous le constaterons au chapitre 4, au vu de la disproportion entre valeurs théoriques et valeurs réelles, se prête mieux à des connotations de model

---

<sup>138</sup>cf. Rosenfeld, op.cit., p.169

<sup>139</sup>cf. chapitre 3.1

de déséquilibre<sup>140</sup>.

Des calculs de régression ont tout de même été réalisés pour définir le coefficient  $\beta$  de différents titres en relation avec le Swiss Market Index (SMI)<sup>141</sup>.

---

<sup>140</sup>cf. par exemple le model de déséquilibre de Whitbek et Kisor au chapitre 4.1.2

<sup>141</sup>cf. Datastream, calculés par Vontobel; Etude sur les beta de la Banque Populaire Suisse, cf. FuW du 21.6.1989, p.19

#### 4. COMPARAISON ENTRE VALEUR THEORIQUE ET VALEUR DE MARCHÉ DE L'ENTREPRISE

Dans le chapitre 2 nous avons considéré des modèles théoriques d'évaluation d'entreprises dans le but de déterminer une valeur intrinsèque de l'action, qui soit indépendante de considérations boursières mais qui se trouve être fonction d'un taux d'actualisation (de capitalisation), qui varie selon le marché financier. L'une des conditions essentielles pour l'application de ces modèles est de pouvoir disposer de toutes les informations nécessaires relatives à des données réelles.

Dans le chapitre 3 nous avons d'autre part énuméré les moyens d'évaluer une entreprise sur la base d'informations qui sont à disposition du marché boursier et de paramètres qui s'appuient sur les données le caractérisant ou caractérisant la firme cotée.

La différence qui résulte du calcul de ces deux valeurs est causée en partie par des facteurs exogènes à l'entreprise et propres au marché, et d'autre part par des facteurs endogènes.

Dans ce chapitre nous nous proposons d'abord de vérifier ces différences d'un point de vue empirique. Faute d'informations valides auprès des sociétés, pour des raisons évidentes de discrétion, nous procéderons à une confrontation entre valeur exprimée par l'analyse boursière et valeur attribuée par le marché.

Ensuite nous chercherons à justifier cette différence ainsi qu'à éclairer les problèmes qui pourraient surgir lors d'opérations dictées par la détermination de la valeur de l'entreprise.

#### 4.1 La recherche empirique d'une différence

Au 31.12.1981, la quote-part de chaque action nominative sur les fonds propres du groupe Ciba Geigy, évaluée sur la base de leurs valeurs d'achat (valeurs initiales) était de Fr. 1289.-. La quote-part sur les fonds propres évaluée à la valeur du jour (après adaptation des immobilisations à l'inflation) était par contre de Fr. 2054.-. Le cours était à ce moment-là de Fr. 544.-. Au 31.12.1987 cette même quote-part calculée à la valeur du jour atteignait Fr. 2645.- alors que le cours parvenait à Fr. 1240.-.

Différents méthodes permettent de déceler une sur respectivement sous- capitalisation boursière. Le rapport entre cours et valeur comptable (book value) ainsi que celui représenté par le PER sont les méthodes plus employées et les plus significatives. Le fait même d'avoir des actifs nets par action, calculés avec prudence au-delà du cours, permet de reconnaître une sous-capitalisation. L'effet comparatif du PER peut confirmer cette intuition.

La valeur comptable par action revêt une importance particulière lorsqu'une société a intérêt à en absorber une autre en raison de ses actifs (de sa liquidité, par exemple).

American Wolen présentait, lors de son acquisition, une valeur comptable par action de 60 \$ et un fonds de roulement (somme de la partie liquide à l'actif du bilan) par action de 24. Son cours était de .16 \$, Textion a payé comptant 25 \$ par action<sup>142</sup>.

L'importance de la capacité de bénéfice donne au PER une importance particulière.

##### 4.1.1 La book value comme base de détection de la sous-capitalisation et de la eurcapitalisation

La valeur comptable d'une action montre la substance patrimoniale qui la compose. Comme nous avons pu le constater auparavant, cette valeur comptable ne correspond presque jamais à des consi-

---

<sup>142</sup>Exemple cité par Van Horne, Gestion et politique financière 2, p.169

dérations réelles (voir par exemple la constitution de réserves cachées). Aux Etats-Unis, où la sous-valorisation de patrimoine comme la survalorisation des dettes sont interdites, la valeur comptable correspond à la valeur substantielle. En Suisse deux méthodes sont appliquées; à ce propos Boemle<sup>143</sup> propose la formule suivante:

$$\frac{\text{capital action} + \text{réserve libre} + \text{réserves latentes} + \text{bénéfice reporté}}{\text{nombre d'actions}}$$

A ce propos il convient de relever des problèmes de comptabilisation à des valeurs d'achat plutôt qu'à des valeurs du jour, ce qui implique d'importantes disproportions.

D'autre part certaines études comme celles décrites au chapitre 3.3 font des estimations et des calculs sur une base réelle pour définir une valeur substantielle par action. Ayant déjà analysé les hypothèses et les limites de ce travail, nous voulons considérer ici ses résultats<sup>144</sup>.

La comparaison des Price/Book ratios à l'échelon international nous permet d'éclairer le phénomène de sous-capitalisation de la bourse suisse par rapport aux plus importantes places financières internationales.

Avec 0,9 (0,79 l'année précédente) la Suisse s'approche lentement de la moyenne internationale de 1,9. L'ouverture progressive du marché boursier aux investisseurs étrangers devrait rencontrer l'approbation générale sur le plan international. Le graphique précédent montre l'exception du Japon, dont la bourse a connu en une année un développement surproportionnel.

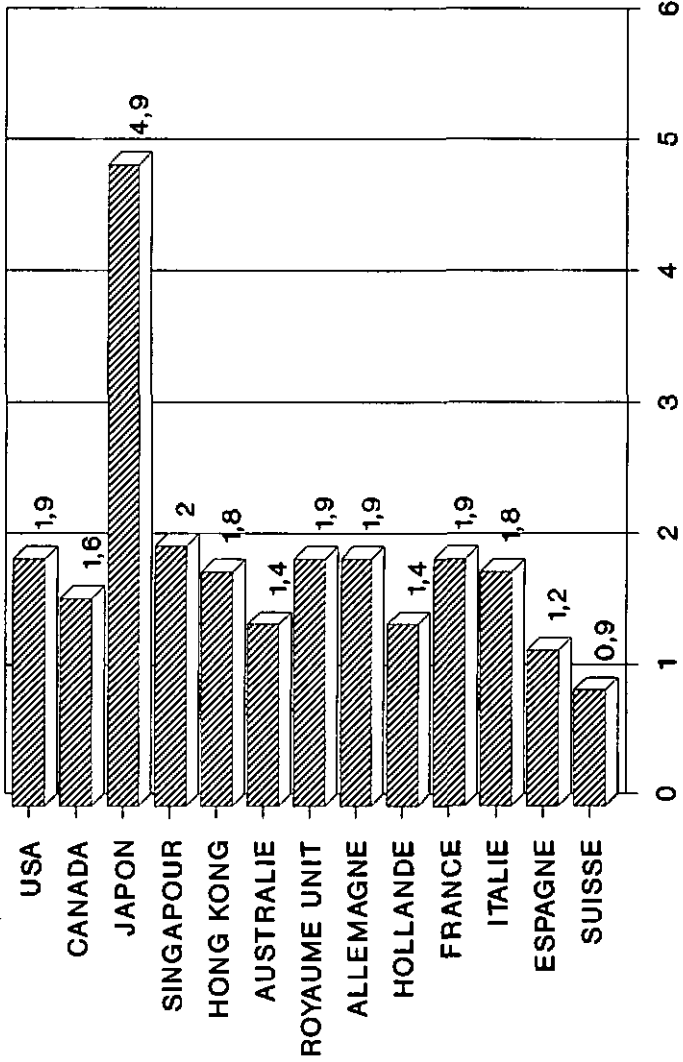
Une comparaison de ce type ne peut avoir qu'une fonction indicative, ceci en raison des différences d'édition des comptes.

---

<sup>143</sup>cf. Boemle, Wertpapiere, p.215

<sup>144</sup>cf. Vontobel, Valeurs intrinsèques, Juin 1987, et Vontobel, Substanzwerte, Avril 1989

# price/book ratios



4.1.1.1 La comparaison des branches

Les données sectorielles de l'évolution des Price/Book ratios et du rendement des capitaux propres (Return on the equities ROE) entre avril '87 et mai '89 sont montrées dans les tableaux suivants. Il est à noter que les book values et les bénéfices employés sont établis à partir des comptes de l'année précédente (l'exercice '86 pour les ratios de '87, p.ex.). Les cours boursiers employés sont ceux du 24.4.'87, du 24.5.'88 et du 14.4.'89<sup>145</sup>.

Ces données se prêtent à plusieurs considérations. L'ensemble du marché a été marqué, entre '87 et '88 par une diminution du P/B ratio de 30 %, ce qui est dû presque exclusivement au crash boursier d'octobre 1987. Cette chute a été récupérée seulement partiellement entre mai '88 et avril '89, où nous avons assisté à une progression de 13,3 %. Cette dernière évolution est caractérisée en bonne partie par le boom des actions nominatives. Les différents secteurs d'activité n'ont pas réagi de façon uniforme.

Les banques, qui au mois d'avril couvraient près de 25 % de la capitalisation boursière totale du marché, ont marqué une variation parallèle à celle du marché. Il est à noter qu'en '87 ce secteur soutenait des cours équivalents à leurs valeurs comptables.

Branches	P/B '87	P/B '88	P/B '89	87-88 %	88-89 %
banques	1,0	0,7	0,8	-30,0	14,3
assurances	0,7	0,5	0,6	-29,6	20,0
chimie/pharma	0,8	0,7	1,0	-12,5	30,0
industrie des machines	0,4	0,5	0,7	20,0	40,0
électrotechnique	1,1	0,8	1,0	-27,3	20,0
fournisseurs du bâtiment	0,7	0,6	0,6	-14,3	-
métallurgie	0,9	0,7	0,7	-22,3	-
holdings	2,2	1,4	1,5	-36,4	7,1
valeurs énergétiques	0,9	0,7	0,7	-22,3	-
denrées alimentaires	1,3	1,0	1,5	-23,0	50,0

<sup>145</sup>Source: - Vontobel, valeurs substantielles, juin 1987  
- Vontobel, Substanzwerte, avril 1989

Branche	P/B '87	P/B '88	P/B '89	87-88 %	88-89 %
commerce de détail	1,5	1,1	1,0	-26,7	- 9,1
grands magasins	1,1	0,7	0,7	-36,4	-
compagnies aériennes	0,7	0,7	0,7	-	-
industrie du papier	0,5	0,3	0,4	-40,0	33,3
brasseries	0,7	0,6	0,7	-14,3	16,7
équipements de bureau	3,2	1,4	1,7	-66,3	21,4
autres valeurs de consom	1,4	1,1	1,0	-21,4	- 9,1
moyenne marché	1,1	0,8	0,9	-29,4	13,3

Branche	ROE '87 %	ROE '88 %	ROE '89 %	87-88 %	88-89 %
banques	11,2	9,6	9,4	-14,3	- 4,2
assurances	6,5	6,1	6,1	- 6,2	-
chimie/pharma	6,2	6,2	7,1	-	14,5
industrie des machines	1,3	2,6	3,6	100,0	34,6
électrotechnique	6,4	5,7	6,6	-11,0	15,8
fournisseurs du bâtiment	3,9	5,5	6,0	41,0	9,0
métallurgie		5,6	10,5	-	87,5
holdings	9,9	9,8	10,2	- 1,1	6,1
valeurs énergétiques	3,8	4,0	3,8	5,3	-5,0
denrées alimentaires	9,8	9,3	11,9	- 5,1	25,8
commerce de détail	5,5	4,3	5,0	-22,0	16,3
grands magasins	5,2	4,6	4,4	-11,2	- 2,2
compagnies aériennes	3,8	4,9	4,7	28,9	- 4,1
industrie du papier	2,6	2,4	2,8	- 7,7	16,0
brasseries	2,3	2,5	4,4	8,7	76,0
équipements de bureau	11,1	8,4	9,0	-24,3	9,5
autres valeurs de consom	7,1	7,3	7,4	2,8	1,4
moyenne du marché	6,0	5,8	6,6	- 3,8	14,3

Par ailleurs, les branches ont montré des variations plus ou moins fortes.

L'industrie des machines, par exemple, a été marquée par deux progressions consécutives, à savoir la première année de 20 %, et l'année suivante de 40 %. Ceci est principalement dû à la forte sous-évaluation que supporte constamment ce secteur (en '87 la P/B ratio, de 0,4, était la plus basse du marché).

L'évolution de l'industrie alimentaire est aussi particulière; elle a été marquée par une diminution comparable à celle du marché entre '87 et '88 (-23 %) mais par une augmentation plus marquante l'année suivante (+50 %), ce qui l'approche de la moyenne des marchés internationaux. Ceci peut être dû aux efforts de ce secteur face à une concurrence internationale (ce secteur par ailleurs supporte des P/B ratios entre 3 et 4 de moyenne), et au fait que Nestlé a amorti sur les fonds propres le goodwill des acquisitions de '88.

Les branches des équipements de bureau et de l'industrie du papier atteignent les extrêmes dans la comparaison avec le reste du marché. La première était, et reste d'ailleurs la branche la plus surcapitalisée. Avec 3,2 en '87 elle dépassait largement les autres secteurs. Une diminution de 66 % (en termes nominaux de 1,6) à la suite du crash boursier, ainsi qu'une prudente reprise entre '88 et '89 ont montré qu'il était nécessaire qu'elle s'aligne sur le marché; elle reste toutefois le secteur le plus surcapitalisé.

Pour sa part, l'industrie du papier a toujours eu une faible capitalisation boursière, ce qui l'a amenée à être en '89 la branche la plus sous-évaluée.

La chimie enfin a subi des variations moyennes par rapport au marché et le cours a atteint en avril '89 l'équivalent de sa valeur comptable estimée. Celle-ci reste toutefois inférieure à la moyenne internationale; aux Etats-Unis par exemple, cette branche dénote des rapports de près de 4,5.

La comparaison de l'évolution de la P/B ratio avec celle du rendement des capitaux propres montre des résultats parfois étonnants.

Le marché a évolué dans le même sens que les P/B ratios.

L'industrie des machines a connu une progression importante (100 %) entre '87 et '88, ce qui lui a probablement permis d'amortir les effets du crash en progressant durant cette période pour arriver au niveau des P/B ratios.

Les branches des holdings, des denrées alimentaires et des équipements de bureau sont, tous les trois ans, parmi les branches qui produisent le plus grand rendement du capital propre. Inver-

sément, l'industrie du papier et celle des machines présentent la valeur de rendement la plus basse. Une conclusion s'impose:

il subsiste une corrélation entre les niveaux des P/B ratios et ceux des rendements de capitaux propres: à de grands rendements correspondent des grands P/B ratios, et inversement, c'est-à-dire qu'à de bas rendements correspondent de bas P/B ratios.

#### 4.1.1.2 La comparaison entre sociétés

Dans cette analyse nous poursuivons avec l'option des entreprises du secteur des machines. Il est à noter que ces entreprises couvrent le 94 % de la capitalisation boursière de leur branche, et sont donc largement représentatives.

Le tableau qui suit confirme nos conclusions précédentes.

Les sociétés qui présentaient de hauts P/B ratios en '87, ne présentent en '89 que des valeurs fortement diminuées (Bobst et Netstal), conséquence également d'une diminution du ROE. D'autres qui étaient fortement sous-capitalisées en '87, ont réalisé une augmentation importante du P/B ratio, en raison soit d'une augmentation du rendement des capitaux propres (BBC, Rieter Holding, Schindler), soit de spéculations. A ce propos il faut rappeler le cas de Sulzer qui a subi de fortes spéculations et des changements structurels de son actionnariat, principalement en raison de sa forte sous-capitalisation.

société	typ	P/B '87	P/B '89	ROE '87	ROE '89
Bobst	P	3,1	1,6	12,1	8,1
	N	2,6	1,7	12,1	8,1
	B	2,3	1,4	12,1	8,1
BBC	P	0,3	0,8	1,1	4,9
	N	0,3	0,9	1,1	4,9
	B	0,3	0,7	1,1	4,9
Oerlikon-Bührle	P	0,4	0,4	-	-
	N	0,3	0,4	-	-
	B	0,3	0,3	-	-

société	typ	P/B '87	P/B '89	ROE '87	ROE '89
Georg+Fischer	P	0,9	0,8	4,8	6,0
	N	0,9	0,8	4,8	6,0
	B	0,7	0,7	4,8	6,0
Maag	P	0,7	0,5	3,0	-
	N	0,6	0,5	3,0	-
	B	0,7	0,4	3,0	-
Mikron	P	1,3	0,7	8,9	4,6
	N	1,0	0,7	8,9	4,6
	B	1,1	0,5	8,9	4,6
Netstal	P	2,4	1,5	7,8	2,8
	N	2,2	1,2	7,8	2,8
Rieter Holding	P	-	0,9	-	8,5
	N	0,5	0,9	3,5	8,5
	B	0,8	0,9	3,5	8,5
Schindler	P	0,8	1,1	4,1	7,2
	N	0,6	1,0	4,1	7,2
	B	0,7	1,0	4,1	7,2
S.I.G.	P	0,7	0,5	3,0	2,5
	N	0,5	0,5	3,0	2,5
	B	0,4	0,3	3,0	2,5
Sulzer	P	0,2	0,6	2,7	3,0
	N	0,4	0,5	2,7	3,0
moyenne branche		0,4	0,7	1,3	3,6

Notes du tableau:

- les P/B ratios sont calculés sur la base des valeurs comptables de l'année précédente et des cours du 24.4.'87 et du 24.4.'89;
- le Return On the Equity est calculé sur la base des données '88.

La comparaison de Rieter Holding et Bobst avec les données moyennes de la branche en '89, présente aussi des particularités: Bobst a un P/B ratio de 2,28 et un ROE de 2,25 fois celui du

marché. Rieter Holding, pour sa part, développe un P/B ratio de 1,28 fois et un ROE de 2,36 fois la moyenne de la branche. Ces données mettent en évidence un potentiel de progression des cours de Rieter Holding plus important que celui de Bobst.

#### 4.1.2 Le PER comme base de détection de la sous-capitalisation et de la surcapitalisation<sup>146</sup>

La détermination d'une sous-capitalisation boursière ne peut pas se baser exclusivement sur la comparaison de la book value avec le cours du marché. Elle ne serait justifiée que si la valeur comptable se situait considérablement au-dessus du cours. Autrement dit, l'analyse statique nécessite une confirmation dynamique, qui peut lui être donnée par le bénéfice à travers le PER.

V. Whitbek et M. Kisor<sup>147</sup> ont développé en 1963 un modèle de déséquilibre visant à la détermination du PER théorique. Ils considèrent trois caractéristiques susceptibles de l'influencer:

- le taux de croissance escompté du bénéfice par action
- le taux de distribution escompté des bénéfices
- les écarts des bénéfices autour de leur tendance de croissance.

Grâce à l'analyse de régressions multiples de 135 actions du New York Stock Exchange, ils sont arrivés à la conclusion suivante: si le ratio PER réel/PER théorique<sup>148</sup> d'un titre était inférieur à 0,85, celui-ci devait être considéré comme sous-

---

<sup>146</sup>Sources des données pour cette analyse:  
· Vontobel, Unternehmungsgewinne, 1989  
· Vontobel, Swiss Stock Guide, 24.4.'89  
· Vontobel, Substanzwerte, 1989

<sup>147</sup>cf. Jacquillat/Solnik, op.cit., pp.171-173

<sup>148</sup>voir un exemple de calcul du PER théorique dans le chapitre suivant

évalué; s'il était supérieur à 1,15, le titre était à considérer comme surévalué. Les résultats se sont avérés excellents et remarquables par rapport à d'autres essais réalisés dans le domaine de l'évaluation financière. Son application sur le marché suisse ne peut pas être d'un grand intérêt, étant donné les considérations faites auparavant à propos de la transparence des comptes des sociétés.

Une analyse empirique sur la base des PER impose une prémisse: il subsiste toujours une grande différence entre le calcul des bénéfices à des niveaux réels et nominaux, différence qui se reproduit au niveau des grandeurs des PER. L'écart entre le bénéfice réel et le bénéfice nominal en tant que base de calcul du PER, peut être considéré comme l'une des causes de la sous-évaluation des titres sur le marché<sup>149</sup>.

Après une comparaison des différents secteurs, nous citerons d'abord les cas extrêmes de PER par rapport au marché. En comparant les PER de la branche des machines, nous essaierons d'isoler, pour l'analyse, les effets négatifs causés par la constitution de réserves occultes.

#### 4.1.2.1 La comparaison des branches

société	bénéfice 88	P/E 88	ROE 88
banques	5610	8,5	9,4
assurances	2504	9,8	6,1
chimie/pharma	3292	13,6	7,1
industrie des machines	678	18,9	3,6
électrotechnique	369	13,8	6,6
fourniss. du bâtiment	723	8,7	6,0
métallurgie	410	6,6	10,5
holdings	966	13,8	10,2
valeurs énergétiques	267	17,6	3,8
denrées alimentaires	2435	12,4	11,9
commerce de détail	62	19,4	5,0
grande magasins	175	13,7	4,4

<sup>149</sup>cf. Boemle, Wertpapiere, p.212

société	bénéfice 88	P/E 88	ROE 88
compagnies aériennes	171	14,0	4,7
industrie du papier	90	13,3	2,8
brasseries	90	16,6	4,4
équipements de bureau	45	24,4	9,0
autres valeurs consom.	141	9,9	7,4
total marché	18026	13,8	6,6

La comparaison établie dans ce tableau entre PER et rendement des capitaux propres (ROE) nous amène aux conclusions suivantes:

- a. un grand PER en présence d'un bas rendement des capitaux propres est signe d'une surévaluation;
- b. un bas PER en présence d'un grand rendement reproduit une sous-évaluation fondamentale.

Les banques sont sujettes depuis plusieurs années à une sous-évaluation fondamentale. En '87, avec 9,6, cette branche dénotait le PER le plus bas du marché et avec 11,2 % le plus grand ROE. La branche alimentaire montrait également des potentiels boursiers importants, même avec un PER plus important. Les valeurs énergétiques, dans le commerce de détail et les brasseries, accusent au contraire une surévaluation. Pour les deux dernières branches, il faut se reporter aux spéculations internes qui les ont caractérisées en 1988 et au premier semestre 1989.

Si nous approfondissons la comparaison avec les P/B ratios, nous constatons que des branches sous-évaluées sur la base du P/B dénotent différents niveaux de PER. L'industrie du papier a un PER qui suit la moyenne du marché, alors que les assurances, au contraire, ont un PER bas. Ceci nous amène à ouvrir des perspectives boursières positives aux assurances, et à supposer des interventions spéculatives sur la branche du papier. D'autre part, des firmes alimentaires et des holdings pourront voir augmenter leur capitalisation boursière grâce à leur capacité de rendement et non pas pour des raisons uniquement spéculatives.

4.1.2.2 La comparaison des sociétés

société	typ	PER '89	ROE '89
Bobst	P	19,8	8,1
	N	20,6	8,1
	B	16,7	8,1
BBC	P	16,1	4,9
	N	18,8	4,9
	B	13,8	4,9
Oerlikon-Bührle		-	-
Georg+Fischer	P	13,9	6,0
	N	13,2	6,0
	B	11,3	6,0
Maag		-	-
Mikron	P	14,3	4,6
	N	14,3	4,6
	B	10,7	4,6
Netstal	P	53,5	2,8
	N	41,5	2,8
Rieter Holding	P	10,3	8,5
	N	10,0	8,5
	B	10,1	8,5
Schindler	P	15,9	7,2
	N	13,2	7,2
	B	13,3	7,2
S.I.G.	P	19,3	2,5
	N	19,2	2,5
	B	12,7	2,5
Sulzer	P	19,4	3,0
	N	15,3	3,0
moyenne branche	P	18,3	3,6
	N	18,5	3,6

Notes du tableau:

- le PER est calculé sur la base des bénéfiques par action de l'année 88;
- le cours est celui du 24.4.'89

Les considérations à propos d'une sur respectivement sous-évaluation boursière sur la base du PER nécessitent, comme nous l'avons déjà soutenu, une action comparative. Nous procédons ici à une comparaison individuelle des firmes à partir des valeurs moyennes de la branche.

Nous constatons d'abord que toutes les sociétés ayant un ROE inférieur à la moyenne de la branche (exception faite pour les nominatives de Sulzer) supportent des PER supérieurs à la moyenne. L'inverse est aussi confirmé à l'exception de Bobst. Les données présentées dans ce tableau nous conduisent à la formulation d'une hypothèse simple:

plus fiable est l'écart entre PER et ROE, plus grande sera la sous-évaluation du titre déterminé sur la base des revenus, et également de son potentiel de progression.

Cette hypothèse est simplement déduite des comparaisons établies entre les valeurs moyennes de la branche, pour lesquelles ces règles sont valables:

$ROE_s < ROE_m$  et  $PER_s > PER_m \implies$  surévaluation  
 $ROE_s > ROE_m$  et  $PER_s < PER_m \implies$  sous-évaluation

s= société

m= moyenne de la branche

les deux autres cas fournissent l'exemple d'une évaluation généralement correcte.

#### 4.1.4 Le cash flow comme base de détection de la sous-capitalisation et de la surcapitalisation

Le cash flow en tant qu'indicateur de la capacité de rendement d'une entreprise n'est pas nouveau. Son emploi en tant que ratio pour la détermination de la valeur d'une entreprise est par contre un mouvement récent qui connaît de plus en plus d'intérêt<sup>150</sup>.

La manipulation du bénéfice par la constitution de réserves latentes ou d'amortissements arbitraires a conduit à reconnaître le cash flow en tant que grandeur essentielle dans l'évaluation des actions<sup>151</sup>. Dans une analyse de bilan externe, le cash flow reste un moyen plus approprié que le bénéfice publié pour déterminer la capacité de rendement de l'entreprise, en particulier dans la pratique de la comptabilisation en Suisse<sup>152</sup>.

Le cash flow indique la capacité de l'entreprise à financer des investissements, à rembourser ses dettes, à distribuer des dividendes; il est constitué par le bénéfice net, les amortissements, les dépenses non liquides moins les revenus non liquides. Dans la terminologie de l'analyse financière américaine, nous trouvons aussi le "free cash flow" qui est défini en tant que cash flow excédant le montant nécessaire à financer des projets à la valeur nette présente<sup>153</sup>.

En conséquence, les entreprises au bénéfice de ce cash flow excédantaire sont en mesure de se financer des acquisitions, permettant par là une augmentation de valeur, profitable aussi bien à l'entreprise qu'à l'actionnaire, pour autant que soient remplacés des investissements internes non rentables.

---

<sup>150</sup>Cf. Meeks, Disappointing marriage, pp.101 ss.; Allen/Israel, Successful leveraged buyout, pp.47 ss.; SHZ 6.7.1989, p.19;

<sup>151</sup>Cf. Boemle, Unternehmungsfinanzierung, p.87

<sup>152</sup>Cf. Boemle, Unternehmungsfinanzierung, p.90

<sup>153</sup>Cf. Huang/Walking, Target abnormal return, p.333

société		cash flow/titre			Price/cash flow		
		87	88	89	87	88	89
Bobst	P	249	287	328	13,3	9,1	10,3
	N	125	143	164	11,1	9,3	9,9
	B	125	143	164	10,0	6,6	8,4
BBC <sup>154</sup>	P	400	430	22	4,7	4,8	8,3
	N	80	86	104	4,4	4,5	10,2
	B	80	86	104	4,1	3,5	6,7
Oerlikon- Bührle	P	83	67	122	13,7	12	9,1
	N	33	27	49	8,4	7	5,5
	B	33	27	49	11,4	7,7	7,3
Georg-Fischer	P	216	220	284	8	4	5,5
	N	43	44	57	7,8	5,4	5,1
	B	43	44	57	6,3	3,2	4,4

société		cash flow/titre			Price/cash flow		
		87	88	89	87	88	89
Maag	P	204	270	290	15,7	5,7	6,7
	N	102	135	145	12,4	6,4	6,9
	B	102	135	145	15,7	5,2	5,3
Netstal	P	134	153	41	14,5	8,5	20,2
	B	13	15	4	13,3	-	6,4
Rieter	N	179	249	384	15,3	4,9	4,9
	B	36	50	77	12,3	5,6	5,0
Schindler	P	475	590	739	8,9	7,4	7,7
	N	95	118	148	7,1	5,8	6,4
	B	95	118	148	8,0	4,9	6,5
S.I.G.	P	371	361	392	21,8	14,1	16,5
	N	185	181	196	15,1	-	16,5
	B	37	36	39	13,5	9,4	11,0
Sulzer	N	890	930	1037	3,5	5,5	5,4
	B	89	93	104	6,1	4,5	4,3
moyenne					10,6	6,6	8,2

<sup>154</sup>Les sources de cette table ne nous renseignant pas suffisamment sur la situation de BBC en 1989, suite à sa fusion avec ASEA, nous nous appuyons sur les données citées dans la SNZ du 6.7.1989, p.19.

Note du tableau:

- les valeurs sont calculées sur la base du cash flow de l'année précédente, et les cours datent du 23.4.1987, 25.4.1987, 24.4.1989;
- le cash flow par titre a été calculé par rapport à la structure du capital au début 1989, ceci dans le but de permettre une comparaison valable;
- source: voir<sup>155</sup>.

Une évaluation boursière - l'appréciation d'une sous-capitalisation - sur la base du cash flow se déroule en partant du rapport avec le cours; nous pourrions en déduire certaines considérations, comme c'était le cas avec le PER, mais uniquement sur la base de comparaisons sectorielles, soit entre sociétés qui ont de mêmes marges nécessaires d'amortissements.

L'analyse de cette tablelle sur base comparative de secteur et de temps révèle qu'il n'y a pas eu de grand changement dans le court terme. Les sociétés comme Georg-Fischer et Sulzer, qui dénotèrent de faibles ratios en 1987 par rapport au reste du secteur, présentaient la même situation en 1989. Les cours d'autres sociétés, comme Rieter ou Maaq, n'ont pas repris le même rapport avec le cash flow qu' ils avaient avant le crash de 1987. S.I.G. persiste les trois ans durant avec des rapports hauts par rapport à la moyenne du secteur. Netstal et Rieter présentent une évolution opposée: la première a connu une sensible augmentation du ratio en raison de croissantes difficultés (affaiblissement important du cash flow). Chez Rieter, c'est l'effet contraire qui s'est produit: nous assistons à une forte expansion du cash flow. Cette tablelle nous démontre que Rieter, Sulzer et Georg-Fischer sont sous-évaluées (par rapport au cash flow), et que S.I.G. et Netstal sont surévaluées.

La comparaison de ces résultats avec les analyses précédentes du PER et du P/B confirme partiellement les hypothèses proposées.

---

<sup>155</sup>cf. - Vontobel, Valeurs intrinsèques, juin 1987  
- Vontobel, Swiss Stock Guide, 24.4.1989  
- SBV, Handbuch der schweizer Aktien, 1989  
- UBS, Guide des actions suisses, 1988/89  
- NZZ 26.4.1988, p.43

- Comparaison avec le P/B: Sulzer est sous-capitalisée et Netstal surévaluée aussi du point de vue du P/B ratio. Georg-Fischer et Rieter sont plutôt capitalisées correctement. S.I.G. par contre dénote des particularités opposées, étant sous-capitalisée par rapport à sa substance.

- Comparaison avec le PER: Rieter et Georg-Fischer confirment leurs sous-évaluations, et également Sulzer, même si cela paraît moins évident. Netstal justifie les résultats précédents par des problèmes financiers et dénote un PER avec des connotations relatives.

S.I.G. confirme pour sa part une évaluation très correcte et au-dessus de la moyenne.

Ces différences proviennent des variations entre une évaluation statique (sur la substance donc) et une autre dynamique (sur la base du rendement, ce que sont par exemple le PER et P/cash flow).

#### 4.2 Les raisons d'une sur respectivement sous-capitalisation boursière

Il est impossible d'assigner un prix à un titre et de le définir comme étant "exact". Il est cependant beaucoup plus facile de juger un cours inexact. Dans ce dernier cas, la gamme de possibilités est infinie. C'est pour cette raison que nous débattons ici de sur et de sous-capitalisation boursières, en formulant de simples hypothèses sur ce que pourrait être le prix exact. Reste le fait que "le cours d'une action détenue par le public est le critère principal des investisseurs pour déterminer la valeur intrinsèque de la firme"<sup>156</sup>.

"In a competitive stock market, the price of a security reflects the underlying worth of the assets plus the present value of expected growth opportunities"<sup>157</sup>.

Si nous donnions raison à cette hypothèse, le marché s'attendrait à des pertes dans toutes les sociétés qui présenteraient un P/B ratio inférieur à 1, voire à la stagnation des titres quand le P/B est égal à 1, et nous prévoirions une augmentation (en ajoutant le bénéfice futur actualisé au cours) des titres avec un P/B supérieur à 1. Les perspectives sur le marché boursier suisse ne nous disent pas le contraire, mais elles nous font douter d'une telle simplification. D'abord nous ne pouvons pas encore parler de marché des titres efficient et parfaitement concurrentiel. Deuxièmement, nous connaissons suffisamment de paramètres à même d'influencer le cours, à la hausse ou à la baisse, pour oser des formulations différentes pour les deux caractéristiques particulières.

Nous estimons tout de même devoir respecter les grandes lignes de l'hypothèse énoncée ci-dessus. En recherchant les raisons d'une sur respectivement sous-capitalisation, nous soutiendrons la fonction indicative de celle-ci. Nous différencierons en particulier:

---

<sup>156</sup>Cf. Van Horne, op.cit, p.166

<sup>157</sup>Cf. Broyles/Cooper/Archer, op.cit., p.384

- a. le prix (le cours) à payer lors d'une simple participation;
- b. le prix (le cours) à payer lors d'une acquisition.

Dans le cas a. nous estimons correct d'actualiser le bénéfice que la société est en mesure de réaliser dans le futur, et de l'ajouter à une valeur de base. Dans le cas d'une acquisition (le cas b.), le marché voudra exprimer, en raison des nouvelles liaisons qui viennent se greffer, ses attentes quant à l'évolution du bénéfice.

Que le vrai prix payé ne corresponde pas au niveau du cours du marché, ceci s'explique principalement par le fait que l'acheteur s'attend à un bénéfice post-acquisition supérieur à celui attendu par le marché, et que par conséquent l'effet de synergie n'a pas encore été anticipé par ce dernier.

Après avoir constaté de façon empirique la différence entre la valeur boursière et la valeur effective d'une entreprise, nous tâcherons maintenant d'énumérer les raisons qui sont à l'origine de cette différence. Nous tenterons ensuite de discuter des différences entre ces deux valeurs lors de fusion, de going public (et processus inverse du going privat) et d'acquisition, en recherchant les difficultés qui peuvent surgir.

#### 4.2.1 Les raisons d'une sous-capitalisation

Le fait d'une sous-capitalisation globale du marché suisse peut trouver son explication dans les défaillances de la place financière même, relevées au chapitre 3.1, et en particulier celles relatives à l'atomicité, à la liquidité et à la transparence du marché.

Nous nous proposons ici de mettre en relation les raisons de la sous-capitalisation et l'entreprise.

Le marché boursier anticipe la capacité bénéficiaire des entreprises, et pénalise ce qu'il estime être une mauvaise gestion des actifs, provoquant ainsi un écart parfois considérable (cf. analyse à travers les P/B ratios) entre les cours et la situation nette des actifs. Ceci est dû au fait que "le marché boursier ne

prend pas en compte les liquidités latentes"<sup>158</sup>.

#### 4.2.1.1 L'entreprise déficitaire

Lorsqu'une entreprise présente des exercices en perte, une diminution du cours en résulte généralement. Reste qu'une sous-capitalisation ne trouve pas forcément toujours de justification. Il est important de vérifier les causes de cette perte et surtout la durée prévue du phénomène. S'il s'agit d'une perte chronique, qui influence un secteur particulier et donc ses revenus attendus, une sous-capitalisation trouvera sa pleine justification. Les titres de Monteforno par exemple, active dans la métallurgie, sont depuis des années cotés en-dessous de leur valeur nominale. Si au contraire il s'agit de phénomènes de courte durée (transitoires), tels que l'arrivée sur le marché de produits succédanés, ou le cycle de vie du produit soudainement raccourci, une sous-capitalisation trouve justification seulement si nous ne faisons pas confiance au management quant à ses capacités de surmonter cette crise.

#### 4.2.1.2 L'entreprise non déficitaire

La recherche des raisons qui entraînent la sous-capitalisation boursière d'une société non déficitaire nécessitent une analyse approfondie. En effet, seule une analyse particularisée peut nous permettre d'apprécier si la sous-capitalisation est à mettre sur le dos de paramètres attendus défavorables ou, au cas où elle se trouverait injustifiée, proviendrait d'une défaillance du marché. En essayant d'apporter une réponse au pourquoi d'une société sous-évaluée par le marché, nous nous demandons à la fois<sup>159</sup> si ce n'est pas le fait que la majorité des investisseurs potentiels misent peu leur confiance sur son avenir et sur la qualité de ses prestations, ou encore s'ils ne s'estiment pas satisfaits de la société sous sa forme actuelle et pensent que d'autres investisseurs pourraient être intéressés par son destin.

---

<sup>158</sup>cf. Pene, Valeur et regroupements des entreprises, p.50

<sup>159</sup>cf. Finanz und Wirtschaft 16.3.1988, p.13

Nous tentons d'élaborer une hypothèse:

si une société montre des cours élevés et corrects par rapport à leur vraie valeur, elle n'a pas à craindre de ventes spéculatives de son titre.

Dans l'analyse approfondie de l'entreprise non déficitaire sous-capitalisée nous procédons d'abord à une distinction entre facteurs sectoriels et facteurs spécifiques<sup>160</sup>.

#### a. facteurs sectoriels

Ils sont essentiellement liés aux évolutions de l'offre et de la demande dans le secteur auquel appartient l'entreprise, telles que la concentration de producteurs et les quotas de marché, le niveau des prix et leur formation, le cycle de vie des produits, l'évolution historique de la demande et les projections sur les consommations globales et les goûts des consommateurs, ...etc. Si nous assistons par exemple à une diminution de quotas de marché en raison d'un fractionnement de l'offre dans le secteur, qui s'ensuit alors d'une concurrence très vive, il faudra s'attendre à voir des firmes sous-capitalisées, le marché n'accordant pas une bonne capacité de réaction à son management. En 1983, le secteur pétrolifère était en grande partie sous-capitalisé. Seule la comparaison avec la valeur des réserves de pétrole témoigne de cette disproportion:<sup>161</sup>

société	capitalisation boursière (mrd \$)	valeur des ré- serves (mrd \$)
Exxon	33,5	41,7
Arco	11,5	23,4
Standard oil of Indiana	15,2	30,3
Sun Company	5,2	8,4

<sup>160</sup>cf. Guatri, op.cit., pp. 167 ss.

<sup>161</sup>cf. Caytas/Mahari, Im Banne des Investment Banking, p.37

## **b. Facteurs spécifiques (liés à l'entreprise)**

### **b.1 Facteurs liés à la situation financière et patrimoniale**

Comme nous l'avons vu auparavant, la structure du capital est en mesure d'influencer la valeur de l'entreprise, et donc son cours. Si la firme en question présente un fort endettement, une sous-capitalisation pourrait se justifier en raison

- du manque de pouvoir des actionnaires,
- de la grande incidence du coût des dettes sur le compte économique, et donc des perspectives sur l'évolution du bénéfice. De plus, si la majorité du capital est concentrée entre les mains d'un groupe restreint et que le volume des transactions du titre est faible, cela peut engendrer une sous-capitalisation.

Nous avons déjà montré dans le chapitre 3 que les titres nominatifs dénotaient une capitalisation boursière mineure des titres au porteur. Cette sous-capitalisation est à mettre sur le compte des conditions limitant l'inscription au registre des actionnaires. Cette limitation rend en effet ce type de titre très peu liquide et empêche le flux de capitaux d'investisseurs étrangers.

Un autre facteur à l'origine de la sous-capitalisation: la mobilité des actifs. Une société disposant d'actifs difficilement liquidifiables qui n'influencent pas les caractéristiques de son activité (ce qui est le cas de sociétés de l'industrie des machines) présente normalement, ceteris paribus, une Price/Book ratio inférieure à des sociétés de services qui ont au contraire des actifs beaucoup plus liquides.

Les réserves sont, pour leur part, des valeurs adjointes réalisables à long terme et des facteurs destinés à amortir le risque d'entreprise. Dans ses calculs d'investissements, l'actionnaire acceptera dans ces cas une rentabilité moindre en raison du risque contenu. Les réserves latentes, pour leur part, ont une fonction de compensation de changements brusques dans les comptes de la société. Elles ne sont pas portées à connaissance ni de l'actionnaire ni du marché, lequel ne peut donc pas les apprécier

au niveau des cours. Nous en déduisons qu'une société au bénéfice de fortes réserves latentes justifiera une sous-capitalisation boursière, et ceci en raison d'actifs de bilan manifestement sous-évalués; nous nions tout de même une symétrie de cette affirmation.

### **b.2 Facteurs techniques et de marketing**

La capacité productive, la nouveauté de l'appareil de production ainsi que la capacité d'adaptation aux changements du marché (et par conséquent l'efficacité de la recherche et du développement) sont déterminants lors de considérations qualitatives sur l'entreprise d'un point de vue technique.

Du point de vue du marketing, il faut analyser le cycle de vie des produits, leur image et leur notoriété, l'organisation de la distribution et de la vente, l'élasticité de la demande par rapport au prix, et les quotas de marché.

Ces facteurs techniques et de marketing nécessitent des comparaisons intrasectorielles pour pouvoir justifier une sous-capitalisation.

### **b.3 Facteurs managériaux**

Nous avons déjà vu comment le management est en mesure d'influencer le cours à travers l'information, la politique de distribution et de structure du capital. Le manque de transparence, un faible rendement du titre, et comme nous l'avons vu un endettement trop important sont les causes possibles d'une sous-capitalisation.

Des défaillances du management peuvent tout de même intervenir dans tout autre secteur de la gestion. Des fautes stratégiques ou le manque d'impulsion nécessaire à une action efficace peuvent conduire à de mauvais résultats, même en présence d'une bonne base technique, qui sont ainsi mal reçus par le marché.

Même le fait même de disposer d'une trésorerie abondante, peu ou mal exploitée, voire pas du tout utilisée, peut être cause de sous-capitalisation.

#### 4.2.2 Le cas de surcapitalisation

Le secteur d'activité et la période d'émission du capital-action sont des caractéristiques que partagent généralement les sociétés surcotées.

##### 4.2.2.1 Le secteur d'activité

Dans le tableau des P/B ratios des branches, nous avons pu constater, par exemple pour les holdings, que ce rapport était deux fois supérieur à celui de l'industrie des machines. Il faut chercher la raison de cette disproportion dans la structure des actifs (le facteur de mobilité vu dans le chapitre précédent). De même le secteur des services, de part sa facilité de diversification, présente un risque mineur, suivi d'une meilleure considération boursière. La branche des assurances, pour sa part, présente une basse capitalisation boursière pour des raisons comptables: les sociétés de ce type présentent de grandes parties de leurs actifs sous forme d'immobilisations. Leur comptabilisation à valeur d'achat amortie et les importantes réserves ont bloqué les ROE à des niveaux faibles, ceci de façon injustifiable.

Le secteur des équipements de bureau, auquel appartient la plupart des sociétés engagées dans l'informatique, présente une surcapitalisation principalement en raison des bonnes perspectives de rendement. Voilà pourquoi la capitalisation boursière de ces firmes peut subir de grandes variations à court terme.

Also-Holding, après avoir été en grande expansion dès sa fondation en 1984, a subi des corrections importantes à la suite d'exercices déficitaires en '87 et '88:

cours 24.4.'87 : 4075	P/B ratio '87 : 8,2
cours 24.4.'89 : 420	P/B ratio '89 : 2,5
Book value/share '86 : 500	ROE '86 : 19,1
Book value/share '88 : 170	

Considérant aussi les variations de toute la branche entre '87 et '89 (voir tableau 4.1.1.1), nous pouvons conclure qu'une surcapitalisation motivée essentiellement par des perspectives

de rendement, sans base solide, peut être très fragile.

#### 4.2.2.2 La période d'émission du capital-action

Dans l'analyse des sociétés surcapitalisées selon le rapport P/B ratio, nous constatons qu'une grande partie est représentée par des firmes créées récemment ou qui ont opéré des going public ces dernières années. Ares-Serono (P/B de 4,1), AGIE (2,6), Phoenix Mecano (2,3), Tecan (22,6), ADIA (5,8), Inspectorate (2,3), Surveillance (2,4), ACU (2,6), ALSO (2,5), Logitech (4,0), Fust (2,1) en sont les exemples les plus évidents.

Cette évolution est à associer à deux raisons essentielles. D'une part la nouvelle entreprise présente des comptes qui ne comportent pas encore de réserves latentes importantes, ce qui fait que le marché est en mesure de reconnaître la vraie valeur comptable.

D'autre part, lors d'émissions récentes, la firme arrive à profiter de la hausse de la bourse et de la liquidité du marché en réalisant des agios importantes (ce qui explique l'importante vague de going public qu'a connue le marché entre '85 et '87). Les cours partiront d'une cotation plus proche de la valeur comptable de l'entreprise et de son potentiel de rendement. De ces considérations, nous pouvons également déduire qu'une société qui réalise sa croissance par un appui constant de nouveau capital-action, aura plus de chances d'atteindre une capitalisation boursière appropriée et équilibrée que celle qui préfère un montant de capital-action constant pour éviter le risque de dispersion de l'actionnariat.

#### 4.3 La différence des valeurs dans le cas de fusion

Les politiques de gestion de deux entreprises peuvent être si différentes, qu'en cas de fusion leur intégration poserait de sérieux problèmes de management. La politique menée à l'égard des actionnaires pourrait en être un. Si l'une opte pour une grande marge d'autofinancement en faveur des investissements au préjudice de ses actionnaires, l'autre pourrait au contraire appliquer une politique de distribution plus favorable aux détenteurs de titres. Les conséquences de cette disproportion se produisent au niveau des cours et des valeurs substantielles des deux entreprises. Le problème se retrouve dans les rapports de parité sur la base desquels doit s'effectuer l'échange. Si nous établissions cette parité uniquement sur la base des cours, les actionnaires d'une société sous-capitalisée se verraient pénalisés par rapport à ceux d'une société surcapitalisée. Il est donc nécessaire de rechercher une formule qui puisse sauvegarder les intérêts de toutes les parties en cause et garantir un traitement égalitaire des actionnaires. Le but de chaque fusion reste tout de même de maximiser leur richesse à long terme<sup>162</sup>.

##### 4.3.1 Les principes à respecter et la formule

Il est évident que lors d'une fusion il convient de procéder à l'évaluation autonome des deux entreprises. Il est à noter aussi qu'il subsiste normalement une différence entre la parité calculée sur la base des évaluations et celle qui sera ensuite appliquée. Il s'agit de la même différence qui subsiste entre valeur et prix, différence dont nous avons déjà débattu auparavant. La parité calculée sur la base des évaluations est théorique; celle qui vient appliquée est le résultat de la rencontre de différentes forces de négociation et des sujets qui négocient<sup>163</sup>.

---

<sup>162</sup>cf. Van Horne, op. cit, p. 158

<sup>163</sup>cf. Guatri, op.cit., p.216

On reconnaît toutefois que toute tractation est basée sur les valeurs estimées des deux sociétés. Plus ces évaluations sont vraisemblables, plus la parité s'approchera de la parité effective.

La fusion de deux sociétés "publiques" exige l'acceptation des actionnaires des deux sociétés, et leurs managements respectifs doivent donc parvenir à les convaincre. Au moment de la prise de décision quant à une fusion ou une absorption, il ne faut toutefois pas se limiter à fixer comme seul but celui d'une majorité favorable. Il est aussi nécessaire de réduire au minimum les actionnaires contestataires afin de maximiser la légitimation d'une telle opération. Il est donc souhaitable de suivre quatre principes<sup>164</sup>:

a. homogénéité des critères: dans le but de déterminer la parité, il est nécessaire que les données des évaluations soient comparables entre elles. Il faut rechercher une uniformité dans l'application des critères d'évaluation, à savoir faire preuve d'une rigueur et d'une prudence identiques dans les calculs des deux entreprises.

b. Pluralité des critères: les différentes motivations des actionnaires créent entre autres la difficulté de leur faire accepter le principe de la fusion. Pour les convaincre, il faut que la parité soit plausible et par conséquent une démonstration particularisée des résultats obtenus s'impose. Les petits actionnaires verront plutôt les évaluations du marché. Ceux qui détiennent par contre la majorité du capital préféreront plutôt des évaluations sur la base de critères mixtes de patrimoine et de rendement.

c. Crédibilité et grand soin de la documentation: les informations nécessaires à l'évaluation doivent être les plus complètes possibles et vérifiables. Le mieux serait de charger une institution neutre d'évaluer les deux entreprises.

---

<sup>164</sup>cf. Guatri, op.cit., p.217

d. Modalité de synthèse des différents résultats obtenus: la formule.

Le choix d'une parité plutôt que d'une autre est difficile à justifier et à argumenter, surtout si ces différences sont considérables. Il est particulièrement difficile d'expliquer le choix d'une parité qui diffère sensiblement de celle à laquelle nous pourrions parvenir sur la base des données du marché. La détermination de la parité lors de la fusion, en Italie, de Bastogi et Beni Stabili, <sup>165</sup> se traduisait en un rapport de 1/4 41 selon la moyenne des cours pendant les trente mois précédant l'annonce de la fusion, alors que des évaluations analytiques faisaient ressortir des rapports de 1/12,17 et de 1/13,48. En appliquant une pondération de 3 pour l'estimation de marché et de 6 pour l'évaluation analytique, nous obtenons:

$$\left(\frac{1}{4,41}\right)^{3/9} \times \left(\frac{1}{12,27}\right)^{6/9} = \frac{1}{8,72}$$

$$\left(\frac{1}{4,41}\right)^{3/9} \times \left(\frac{1}{13,48}\right)^{6/9} = \frac{1}{9,29}$$

Nous parvenons finalement à la parité de 1:9.

D'autres formules prévoient la considération de moyennes arithmétiques dans le but d'obtenir des parités acceptables<sup>166</sup>. Les paramètres à considérer sont la valeur liquidative *l* (qui correspond à ce que nous appelons dans ce travail la valeur substantielle), le rendement *r* et le cours *c*. La formule se présente ainsi:

$$v = \frac{l + c}{2} \qquad i = \frac{l + r}{2}$$

Le dénominateur de la formule peut varier dans le but de rendre

---

<sup>165</sup>cet exemple est cité par Guatri, op.cit, p.219

<sup>166</sup>cf. Rétail, Les titres de sociétés, pp. 220-236 et Rétail, Fusion et scission de sociétés, pp. 41-49

la parité la plus acceptable possible.

$$\frac{2 i + c}{3}$$

s'appliquera en présence d'un groupe majoritaire important. Si le capital est très dispersé, il conviendra de donner plus d'importance au cours:

$$\frac{i + 2 c}{3}$$

L'actionnaire prêtera d'ailleurs attention à l'évolution du bénéfice par action. "La diminution des bénéfices par action interviendra chaque fois que le PER payé pour une société excède celui de la société faisant l'acquisition"<sup>167</sup>. Cette théorie ne considère pas la possibilité d'une augmentation de bénéfice en relation avec la fusion. Si les bénéfices de la nouvelle société augmentent à un taux supérieur à celui de la société initiale seule, un PER supérieur serait justifié pour la société acquise et la fusion serait alors acceptable.

#### 4.3.2 L'exemple de la fusion de Ciba avec Geigy<sup>168</sup>

La fusion de Ciba avec Geigy, dont le but était de constituer le plus grand conglomérat suisse de chimie, et qui s'est d'ailleurs décidée le 20 octobre 1970, a été caractérisée par des problèmes typiques dans le cas de fusion de sociétés cotées. Avant la fusion les deux sociétés présentaient les caractéristiques montrées dans les graphiques qui suivent.

Les deux sociétés avaient chargé une fiduciaire commune d'établir

---

<sup>167</sup>cf. Van Horne, op.cit., p.165

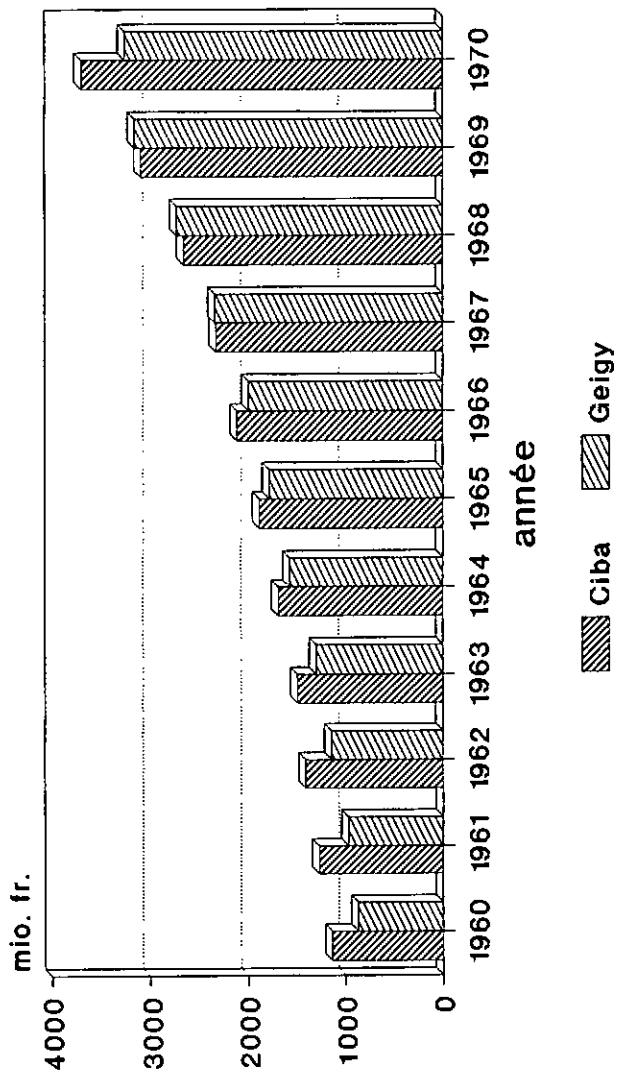
<sup>168</sup>cf. Erni, Die Basler Heirat: Geschichte der Fusion Ciba-Geigy

la valeur de chacune. Le résultat aboutissait à une valeur presque égale pour les deux sociétés (2'505 millions de Fr. pour Ciba et 2'594 millions pour Geigy) et s'appuyait sur les données publiées consolidées au 31.12.1968. L'évaluation se basait exclusivement sur la valeur substantielle. Les accords de parité se firent sur la base du rapport 1:1. Ceci correspondait à une perte de substance pour les actionnaires de Geigy qui, par l'intermédiaire des banquiers privés genevois, attaquèrent le conseil d'administration sur les modalités de la fusion. En réalité, au moment de l'assemblée décisive, les deux cours atteignaient le même niveau, ce qui rendit sans effet la critique. Des doutes furent malgré tout émis à propos de la valeur de rendement, que certains estimaient plus importante pour Geigy.

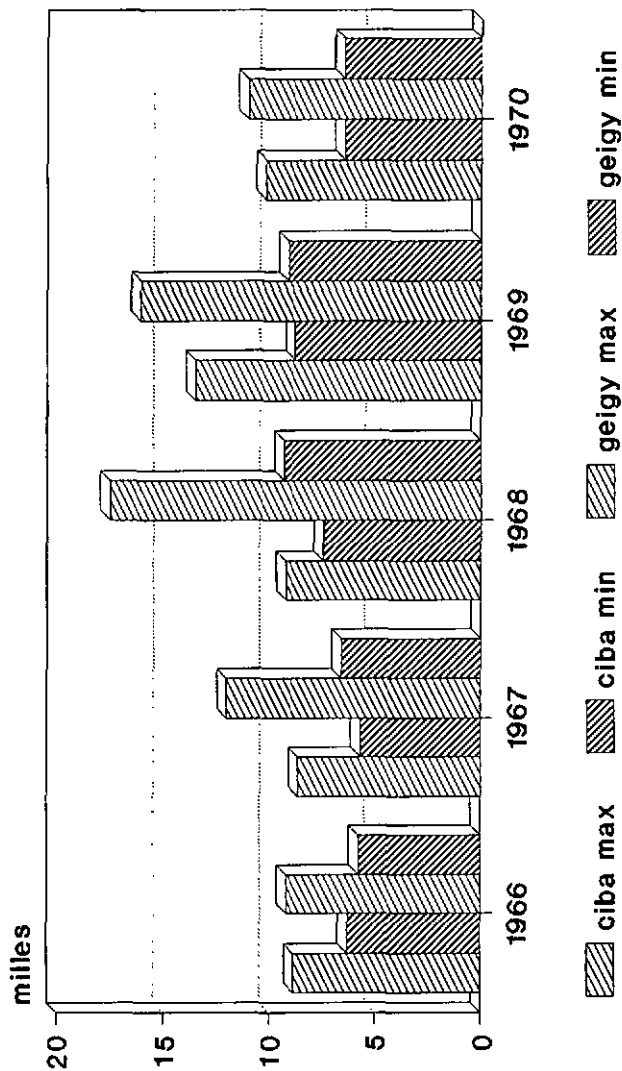
Dans le but d'atteindre une valeur égale au capital-action nominal (porté pour les deux à 176 millions), Geigy a procédé à une augmentation de capital de 66 millions de Fr.. Les anciens actionnaires, en raison de la meilleure évaluation boursière de leurs titres par rapport à ceux de Ciba, estimaient opportune l'idée d'une émission gratuite, ou à la limite réservée à eux-mêmes. Ciba refusa ces avantages et arriva à faire monter le prix d'émission à 200%. Le mécontentement des actionnaires de Geigy provenait du fait que leurs titres étaient

# Chif.d'affaires Ciba et Geigy

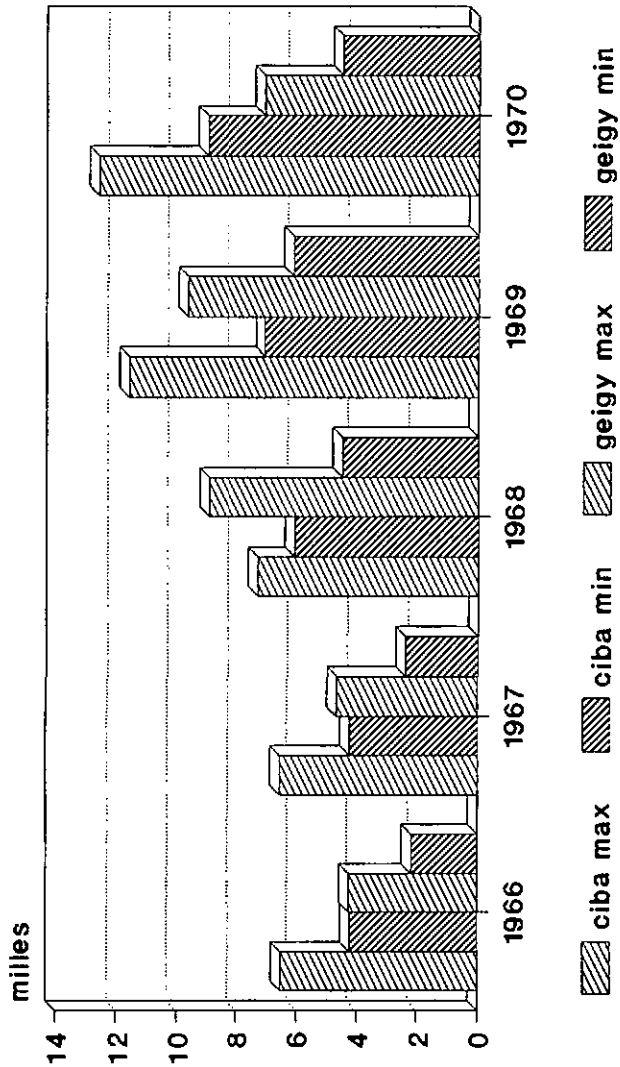
## 1960-1970



# Cours des porteurs 1966-1970



# Cours des nominatives 1966-1970



sous-évalués. Les actionnaires de Ciba étaient, pour leur part, conscients de pouvoir profiter de la parité qui avait été établie.

Cet exemple nous permet de constater qu'une parité calculée uniquement à partir d'une seule valeur (en l'occurrence substantielle), peut déboucher sur un accord entre les parties contractantes, alors même qu'elle ne représente pas la réalité objective. Tout se joue par la suite dans les rangs des actionnaires, qui doivent accepter ou non la proposition.

Pour preuve: le matin du 20 octobre, l'assemblée de J.R.Geigy donnait lieu à de vives discussions, alors que l'après-midi du même jour, l'assemblée de Ciba se déroulait dans un climat détendu et dans les conditions habituelles.

#### 4.4 La sous-capitalisation dans le cas de going public et de going privat

##### 4.4.1 Le cas du going public

Nous parlons de going public lorsque les actionnaires d'une société acceptent d'admettre de nouveaux actionnaires sur le marché boursier. Deux alternatives de base sont à envisager<sup>169</sup>:

a. une augmentation de capital: l'entreprise se trouve en forte expansion et nécessite de nouveaux fonds propres. Le prix d'émission sera donc le plus élevé possible et un droit de souscription privilégié sera garanti aux anciens actionnaires (par exemple Also);

b. les actionnaires actuels offrent leurs titres au public: les actionnaires veulent se séparer d'une partie de leur propriété (par exemple ADIA). Si pour des raisons liées à l'opération (pour atteindre par ex. les 10 millions de valeur nominale totale minimale nécessaire pour être admis à la corbeille) une augmentation de capital est effectuée, ils sont disposés à vendre leurs droits de souscription aux nouveaux actionnaires (par exemple Hasler).

Le problème central des going public, et par analogie des augmentations de capital, est celui de la détermination du cours d'émission. Pour le type de société considérée, il manque une base objective telle que le cours de marché. Les actionnaires existants sont disposés à introduire leurs titres sur le marché, à un cours qui corresponde à la valeur qu'ils leur attribuent. Il est donc nécessaire de procéder à une évaluation de l'entreprise dans son ensemble pour considérer les intérêts de la propriété actuelle, ainsi qu'à une analyse de la situation de marché pour apprécier la réaction des investisseurs potentiels. Si la valeur

---

<sup>169</sup>cf. Boemle, Unternehmensfinanzierung, p.228

de rendement est inférieure à la valeur substantielle<sup>170</sup>, l'actionnaire qui n'est pas intéressé par l'avenir de l'entreprise voudra obtenir au moins la valeur substantielle relative à son titre, motivé par des considérations liquidatives. Dans le cas d'une ouverture par le biais d'une augmentation de capital, les droits de souscription serviront d'indemnisation pour l'actionnaire non intéressé.

Au contraire, les actionnaires qui veulent maintenir leur participation chercheront un prix d'émission qui puisse garantir un rendement comparable à celui du marché. L'expérience a montré que les actionnaires ont accepté plusieurs fois une valeur d'émission inférieure à la valeur substantielle afin d'atteindre ce rendement des titres.

Si jusqu'à un certain moment l'expérience avait montré, dans des cas d'ouverture au public, que l'intérêt essentiel était le rendement (sur les dividendes)<sup>171</sup>, les dernières années de hausse à la bourse ont montré que la possibilité de gains à court terme sur ces nouvelles émissions stimulait les souscripteurs<sup>172</sup>.

Il est nécessaire que la société applique des principes comparatifs avec des entreprises similaires afin de trouver des prix d'émission convenables sur le marché. La comparaison doit donc s'établir au niveau du rendement global (le compound yield) considérant le rendement direct, sur la base du pourcentage donné par le rapport dividende/cours, ainsi que du bénéfice sur le cours par le niveau du PER. Quant à l'entreprise comparable cotée en bourse, nous cherchons un certain nombre de ratios avec<sup>173</sup>:

comme numérateur:

- . la capitalisation boursière

comme dénominateur, à la fois

- . le chiffre d'affaires

---

<sup>170</sup>cf. Zehnder, Die Umgestaltung einer privaten AG, pp.87 s.

<sup>171</sup>cf. Zehnder, op.cit., p.89

<sup>172</sup>cf. Boemle, Unternehmensfinanzierung, p.229

<sup>173</sup>cf. Frinault, Evaluation des entreprises et des droits sociaux, p.97

- . la valeur ajoutée
- . la marge brute d'autofinancement
- . le bénéfice net
- . le dividende
- . la valeur substantielle.

Cette méthode, encore très peu répandue en Suisse, qui permettrait de procéder à l'émission d'un titre à un cours déterminé à partir des paramètres du marché, est appelée l'offre "tender". Cette méthode, pratiquée avec succès par la trésorerie de la Confédération pour les emprunts à court terme, consiste à proposer une souscription sans un cours fixe à des investisseurs institutionnels et de forte capacité financière, sur la base de tranches de plus de 100'000 fr.. Seront retenues les offres au cours le plus élevé, jusqu'à couverture de l'émission. Also et Lasarrey sont parmi les quelques entreprises qui se sont servies du "tender". Ce procédé n'a toutefois pas que des avantages. Subsiste en effet le risque de ne pas arriver à soutenir le cours ainsi établi, une fois que l'entreprise est cotée sur le marché secondaire (voir le cas de Calida).

La société et la banque qui se chargent de l'émission ont tout intérêt à rechercher un cours qui empêche de faire échouer l'opération. Le prix juste se situera entre le prix d'émission - faible - que proposera la banque pour augmenter l'attraction de l'émission, et le prix - fort - souhaité par la société pour maximiser le bénéfice de l'opération.

En Suisse, la règle de fixer des prix d'émission sous-évalués est pourtant confirmée<sup>174</sup>.

Nous pouvons démontrer cette sous-évaluation par le rapport entre le cours à l'ouverture du marché et le prix d'émission. En 1985<sup>175</sup> la valeur moyenne de ce rapport était de 2,32, en 1986

---

<sup>174</sup>cf. Politik und Wirtschaft 9/1987, p.60

<sup>175</sup>Ces dernières années, les going publics étaient assez rares; une véritable vague s'est déclenchée cette année avec 5 émissions, alors qu'on en comptait 25 en '86, pour n'en plus trouver trace en '87 lors du crash; cela tend à prouver qu'un tel processus est déclenché par une situation favorable (voir liquidité du marché) due à une hausse de la bourse.

de 1,66 et en '87 aux alentours de 1,40<sup>176</sup>. Cette régression s'explique par l'augmentation de l'offre en nouveaux titres, ce qui produit un accroissement de la concurrence sur le premier marché. L'évolution du cours après l'ouverture au marché présente pour beaucoup d'entreprises des progressions étonnantes par rapport au prix d'émission. Le tableau suivant compare les pourcentages de cette progression (a) avec ceux de la progression de l'indice du marché (b):

société	année	a	b
Walter Rentsch	1983	616,7	88,2
Bär Holding	1980	570,0	97,0
ADIA P	1979	561,1	91,0
Autophon P	1983	487,1	88,2
Agie BP	1985	492,0	46,0
Surveillance	1981	390,4	110,0
Inspectorate P	1986	249,0	8,0
Fuchs Petrolub P	1982	247,6	122,0
Metallwaren Zug BP	1986	236,7	8,0
Intersport BP	1986	234,5	8,0

Note: les données font référence au troisième trimestre 1987

Sources: Politik und Wirtschaft 9/1987, p.54

Divers Bulletins Mensuels de la Banque Nationale Suisse

Il est évident que les prix d'émission de ces titres étaient fortement sous-évalués. Un tel comportement pouvait se justifier en période de baisse ou de stagnation à la bourse, dans le but évidemment de stimuler les investisseurs en rendant le titre attractif par un prix d'émission faible. Cette attitude ne se justifie plus en cas de hausse, sinon par l'incertitude du marché ou par la concurrence sur le premier marché (ce dernier facteur

---

<sup>176</sup>cf. Politik und Wirtschaft 9/1987, pp.53 s.

semble toutefois avoir été surestimé).

#### 4.4.2 La cea da goinq privata

Le seul élément commun aux procédés de goinq private est le fait qu'un groupe restreint d'investisseurs (desquels font souvent partie les managars même de la société) essaie de racheter la totalité des titres distribués au public.

Généralement cette opération se fait par l'intermédiaire d'une société "coquille"<sup>177</sup>: les investisseurs opérant le goinq private détiennent les actions de cette société, à l'actif de laquelle sont placés les titres de la société à acquérir. Ces actifs permettent, pour leur part, le financement ultérieur de la société par des emprunts. Pour rembourser ces dettes, ils seront contraints d'utiliser une bonne partie du cash flow en influençant donc sur le potentiel d'investissement. Ils procéderont ensuite au démantèlement des actifs non efficients (de la société acquise) et opéreront les restructurations nécessaires pour rendre la société à nouveau compétitive.

Deux raisons motivent un tel procédé. D'une part la sous-capitalisation de l'entreprise par rapport à ses actifs la rend attrayante du point de vue de la brake up value.

D'autre part l'intolérance face aux impositions du marché, les plaintes, les interventions des pouvoirs publics qui bureaucratisent et font accuser des retards, entravant par là le marche de l'entreprise, poussent à se reprivatiser<sup>178</sup>.

Le goinq private produit des bénéfices considérables dans la mesure où il peut profiter des imperfections du marché. Les managars se trouvent particulièrement avantaqés par rapport aux autres actionnaires. Ils dieposent en effet de toutes les informations nécessaires pour établir la valeur exacte de la société. Lorsqu'un marché de contrôle de sociétés se montre

---

<sup>177</sup>"shell corporation" en anglais, cf. De Angelo A.et L./Rice, Goinq Private, p.370

<sup>178</sup>cf. Caytas/Mahari, op.cit., p.298

efficace, seuls les actionnaires communs profiteraient de ces opportunités. Toutefois la pratique montre clairement que le management essaie de profiter de son avantage. Dans l'opération sur RJR Nabisco, le management proposait d'abord 75\$ pour le rachat des titres, et quelques semaines plus tard il estimait que l'entreprise valait 100\$ par titre.

Mis à part les buts spéculatifs, le going private peut être causé par l'incapacité d'élever la capitalisation boursière et par conséquent l'impossibilité de se financer convenablement<sup>179</sup>.

Une étude, réalisée sur la base de 72 propositions de going private entre 1973 et 1980<sup>180</sup>, montre que le management détenait initialement une valeur médiane de 50,9% des titres de propriété de la société faisant l'objet de l'opération. Sur ces 72 propositions, 39 (54%) ont été couronnées de succès.

La capitalisation boursière est une caractéristique très importante révélée dans cette analyse. La valeur de marché globale des titres était de 46'759 \$ 40 jours avant la proposition et la book value de la totalité des actifs se montait à 141'976 \$. Les sociétés considérées ici étaient donc fortement sous-capitalisées, leur valeur de marché représentant seulement le 33% de la book value.

Les actionnaires minoritaires peuvent réaliser des gains importants, étant donné que leur coopération est nécessaire à la réussite de l'opération. Le paiement de leurs titres peut être effectué sous forme de liquidité, de titres privilégiés ou d'emprunts de la société employée pour l'acquisition. Dans l'analyse des 72 cas cités ci-dessus, nous constatons que jusqu'au jour -6 avant l'annonce de la proposition, il n'y avait pas eu de changements anormaux importants. Entre le jour -4 et -2 il y a eu par contre une variation de +4,79%, et le jour même de l'annonce la progression était de 22,27%. Les revenus anormaux cumulés entre les jour -4 et +4 se chiffrent à 24,43% et entre les jours -40 et +40 à 28,53%. Le gain pour les actionnaires

---

<sup>179</sup>Dans une interview, Ross Johnson, président de RJR Nabisco et initiateur de l'offre, argumentait que les titres n'avaient pas connu de progression sensible dans les trois années précédentes, même en présence d'un bénéfice en progression moyenne de 70%; cf. TIME du 5.12.1988, p.45

<sup>180</sup>cf. De Angelo H. et L./Rice, op.cit, pp.381-401

présents est encore supérieur si nous prenons en compte la prime moyenne de 56,31% que les managers ont offerte sur les 57 propositions entièrement liquides. Le fait que la valeur de marché soit inférieure au prix offert pour les titres en circulation, reflète les chances de succès et les risques d'échec de l'opération. Il est toutefois possible que le cours de marché dépasse, au moment de l'annonce, la prime offerte. Ceci se produit lorsque le marché s'attend à des surenchères (sur 21 des 57 propositions liquides considérées).

Nous avons déjà eu l'occasion de noter que plusieurs sociétés sur lesquelles avait été opéré un going privat subissaient l'opération contraire de going public quelques années plus tard. Le processus de privatisation permet une restructuration plus rapide et plus drastique. Il est également prouvé qu'un tel procédé procure des bénéfices considérables à ses initiateurs, à tel point qu'ils peuvent être considérés comme spéculatifs. Entre 1981 et 1987, 260 sociétés publiques aux Etats Unis ont connu un processus de going privat. Près de 30 d'entre elles ont ensuite été déprivatisées avec des gains considérables, dont voici quelques exemples<sup>181</sup>:

société	valeur à l'acquisition	valeur estimée à la déprivatisation
Beatrice Cos	6,2 mrd	10 mrd
Blue Bell	470 millions	792 millions
Metromedia	1,1 mrd	6,5 mrd
Fred Meyer	420 millions	900 millions
SFN	450 millions	1,1 mrd
Uniroyal	900 millions	1,4 mrd

En Suisse le going privat n'est pas encore connu pour différentes raisons:

- la transparence des bilans: il n'y a pas encore de règles strictes pour les sociétés cotées;

<sup>181</sup>cf. Allen/Israel, op.cit., pp.44 s.

- le stress de la performance: la compétition boursière n'est pas une caractéristique si importante de notre marché;
- la supervision boursière: il n'y a pas de contrôles tels que ceux effectués aux Etats-Unis par l'intermédiaire de la SEC;
- les réserves occultes: il est très difficile de procéder à des estimations sûres;
- le manque de moyens de financement à risque élevé tels que les junk bonds aux Etats-Unis.

Il convient toutefois de relever l'exemple de HERO. A la suite d'une tentative de rachat de la part de Jacobs, le management de HERO décida d'acquérir une majorité relative du capital, en s'en garantissant le contrôle au travers d'investisseurs institutionnels qui lui étaient proches, lesquels possédaient également une grande partie du capital<sup>182</sup>. Sensible au fait de l'inefficacité d'une sous-capitalisation, le management tente actuellement de ramener le cours du titre à sa valeur effective.

---

<sup>182</sup>voir chapitre 5.3.2.3

#### 4.5 La comparaison des valeurs en cas d'acquisition

Quand une société décide de réaliser son expansion par voie externe, c'est-à-dire en effectuant une acquisition, elle cherche premièrement une entreprise qui puisse lui garantir des effets synergétiques avantageux et qui dispose d'un management valable. La décision se base essentiellement sur des considérations de marketing.

Au contraire des spéculateurs, ceux qui sont appelés "raider" et qui regroupent d'importants investisseurs ou/et des institutions financières, ces acquéreurs sont plutôt intéressés par des sociétés dont le prix de marché est inférieur à leur valeur effective. Ils s'intéressent particulièrement à des entreprises au bénéfice de grands quotas d'actifs hors exploitation, qui pourraient tout de suite être vendus, de façon à rendre l'absorption moins chère.

Les deux types d'acquéreurs sont toutefois contraints d'établir la valeur effective de l'entreprise de façon à être en mesure de fixer le prix maximal qu'ils seraient prêts à offrir.

Lors de l'évaluation il convient de se poser quatre questions<sup>183</sup>:

- a. Quelle est la valeur de la société au moment présent?
- b. Quelle est la source et la valeur des profits de l'absorption ?
- c. Quelles sont les alternatives de l'acquisition ?
- d. A quel prix est-il raisonnable de contrôler la société?

a. L'acquéreur dont l'objectif premier est de racheter une entreprise à des fins d'exploitation, sera intéressé par la valeur de continuation (going concern). Pour cette raison il cherchera principalement des indications dynamiques, telles que la valeur de rendement ou celle des cash flow futurs actualisés. La valeur de marché des titres de cette société ne jouera qu'un rôle comparatif, et son importance est à considérer seulement au moment du choix de la méthode pour réaliser l'acquisition.

---

<sup>183</sup>cf. Broyles/Cooper/Archer, op.cit., p.383

L'acquéreur, que nous appelons ici spéculateur, sera plus intéressé à la valeur substantielle et à sa comparaison avec la valeur de marché. Pour lui, le facteur de mobilité et de liquidité des actifs revêt une grande importance car il envisage de les revendre.

b. L'acquéreur entrepreneur poursuivra des buts de synergie et de marché dans une optique d'expansion. La valeur des effets synergétiques est très difficile à estimer, et se calcule sur la base des combinaisons des capacités de production des deux sociétés ainsi que sur l'économie et la rentabilité de ces combinaisons. La valeur des effets de marché dépend de l'intention de l'acquéreur de constituer un conglomérat sur le marché où il est déjà actif, ou de la poursuite des buts de diversification. Dans les deux cas, l'impact est aisément évaluable sur la base des chiffres d'affaires, des quotas de marché et des paramètres de rendement (bénéfice, cash flow, etc.).

L'acquéreur spéculateur verra pour sa part principalement la breake-up-value. Son profit sera représenté par la différence entre cette valeur et celle du marché. Il n'est pas encore en mesure de savoir à quel prix il arrivera à réaliser son acquisition. En effet, dès que les rumeurs d'une éventuelle acquisition de la société se propagent, le cours aura tendance à progresser de manière imprévisible.

c. Pour l'acquéreur entrepreneur, l'alternative de base sera une croissance externe ou une croissance interne. Parmi les avantages d'une croissance externe nous comptons:

- moindres temps de réalisation;
- structure organisationnelle préexistante;
- faible dépense d'énergie dans la réalisation du projet;
- quotas de marché déjà acquis.

Parmi les problèmes qui peuvent surgir, sont à citer:

- le long et difficile processus d'intégration à la propre culture et à la philosophie d'entreprise;
- la possibilité d'hostilité d'une partie du management et des travailleurs à cause d'un manque

d'identification dans la nouvelle propriété ou du sentiment d'avoir été vendus<sup>184</sup>.

L'alternative interne peut toutefois servir de comparaison en effectuant une analyse de valeur d'usage.

Pour l'acquéreur spéculatif, il n'existe qu'une seule alternative: la garantie des mêmes conditions de rentabilité de l'investissement dans une autre gamme d'entreprises.

d. L'acquéreur entrepreneur ne sera pas concerné de prime abord par la valeur de l'entreprise à acquérir. Le prix maximal qu'il sera prêt à payer sera dépendant de la valeur des synergies et du rendement que l'acquisition lui procurera. Il appliquera donc une comparaison entre les valeurs déterminées par le discounted cash flow<sup>185</sup> avec et sans la nouvelle société. La différence des deux valeurs reproduira la valeur de l'acquisition, qui représente également le prix maximal qu'il est prêt à payer. Le prix maximal de l'expansion n'a aucune incidence sur la volonté d'agir par voie externe ou interne. Il s'agit de décisions stratégiques pour lesquelles les questions de coûts ne sont pas essentielles.

Le prix maximal que l'acquéreur spéculatif est prêt à payer sera celui qui atteint la breake-up-value, pour autant qu'il n'ait pas l'intention de poursuivre l'exploitation. Son attention sera également portée sur les alternatives qu'offre le marché boursier.

Nous pouvons affirmer que la détermination du prix maximal qu'il sera prêt à offrir dépendra du PER lorsque le niveau de la break-up-value sera atteint. Dans ce cas, il optera pour un PER minimal et le prix maximal à payer sera le PER d'une autre entreprise

---

<sup>184</sup>Ce sentiment a été exprimé, non sans écho, par un actionnaire de Geigy lors de l'assemblée générale débattant de la fusion avec Ciba. cf. Erni, Die basler Heirat, p.18

<sup>185</sup>discounted cash flow = méthode d'actualisation des flux de liquidité prévisionnels:  
valeur de l'entreprise = valeur actualisée des flux de liquidité (moyenne sur 5 ans) + valeur résiduelle représentant une estimation de la valeur cumulée des flux actualisés de l'année 5 à l'infini. cf. Topscalian, Cas de stratégie financière, p.113

similaire.

Les méthodes choisies pour effectuer l'acquisition revêtent aussi une importance particulière en ce qui concerne les valeurs à rechercher.

Le fait qu'une société soit sous-capitalisée n'est pas suffisant pour stimuler l'acquéreur entrepreneur. Elle est au contraire une condition pour l'acquéreur spéculatif. Celui-ci essaiera donc de racheter les titres sur le marché par le biais d'une OPA. Cette méthode peut s'effectuer de façon amicale (avec le consensus du management de la société) ou inamicale<sup>186</sup>. L'acquéreur entrepreneur essaiera d'éviter cette dernière solution car ceci ne ferait qu'augmenter les problèmes d'intégration et de mauvaise publicité. Il entamera donc de préférence des tractations avec le management de la société à acquérir, pour arriver à définir un prix d'absorption. Au cas où le capital de la société est dispersé et où le conseil d'administration ne dispose pas du contrôle de la majorité, l'acquéreur proposera son OPA sur la base du prix convenu.

---

<sup>186</sup>voir plus en détail au chapitre 5.

#### 4.6 La détermination du prix de l'entreprise

La simplification selon laquelle le prix de l'entreprise correspond à sa valeur globale n'est pas acceptable. D'une part le prix est l'expression d'un consensus entre deux contractants, pour lesquels la transaction est faisable. D'autre part la valeur déterminée par des analystes neutres, que nous appellerons objective, ne correspond pas nécessairement à la valeur subjective (la valeur d'usage, par exemple) des deux parties en cause. Finalement, la valeur est une possibilité, le prix au contraire est une réalité<sup>187</sup>.

Le prix est déterminé en fonction<sup>188</sup>:

- a. d'éléments rationnels
- b. d'éléments irrationnels
- c. de facteurs stratégiques
- d. de la notion de position dominante.

##### a. Les éléments rationnels

La base de discussion des tractations pour la détermination du prix est la valeur théorique de l'entreprise. La valeur du marché peut jouer un rôle très important, même si elle n'est pas prépondérante dans les discussions. Les deux parties essaieront d'imposer le prix qui leur est le plus avantageux. L'acheteur s'appuiera sur les résultats du passé, tandis que le vendeur concentrera son argumentation sur la valeur potentielle de rendement, qui correspond aussi au prix maximal que l'acheteur serait prêt à payer. Cette dernière remarque nous conduit au paradoxe selon lequel l'acheteur doit payer son habileté, et par conséquent l'incapacité du vendeur à valoriser les actifs. La confrontation d'éléments tels que la suppression d'un concurrent, l'acquisition d'une activité complémentaire, d'une équipe de dirigeants ou d'un potentiel stratégique justifierait une telle

---

<sup>187</sup>cf. Friedrich Bülow, cité par Viel/Bredt/Renard, op.cit, p.24

<sup>188</sup>cf. Angénieux, op.cit., p.155

surcote<sup>189</sup>.

L'achat se déroule normalement sur la base du prix par action. Notre but est donc d'établir une capitalisation normale<sup>190</sup>. Au montant indicatif, obtenu par les méthodes d'évaluation déjà traitées, nous appliquerons une décote de marché selon le volume des transactions (- 5% pour un marché très large, - 10% marché large, -15% marché étroit, -20% marché très étroit). Il est nécessaire de procéder à une comparaison de la capitalisation normale ainsi dérivée avec la capitalisation boursière. Nous devons être en mesure de justifier toute différence avec cette dernière.

Le prix peut considérablement différer en raison de la quantité de titres qui sont à la base de la tractation. Il est admis que le calcul proportionnel basé sur des pourcentages en titres en voie d'acquisition, n'est pas acceptable. Nous distinguons quatre possibilités<sup>191</sup>:

- i) majorité absolue
- ii) majorité relative
- iii) paquet considérable
- iv) paquet de poids insignifiant

i) et ii): L'acquisition d'un paquet qui permet le contrôle inconditionné selon la loi et les statuts de la société, est en règle générale plus chère que son pourcentage sur la valeur globale de l'entreprise. Ceci s'explique par l'intérêt et la légitimation de gestion qu'il garantit à l'acheteur, et se trouve conditionné par la possibilité d'acquérir la minorité restante à des prix avantageux. Si par exemple la valeur de l'entreprise est 1000, l'acquisition de 70% se paiera 800 s'il y a des possibilités de racheter les autres 30% à 200. Ceci est possible à condition qu'il y ait un marché actif des titres en question,

---

<sup>189</sup>cf. Brillman/Gautier, Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises, p.221

<sup>190</sup>cf. Frinault, op.cit, pp.94 s.

<sup>191</sup>cf. Guatri, op.cit., pp.202 ss.

que le paquet de minorité ne soit pas assez important pour déséquilibrer la demande et l'offre du titre, et que le prix du marché soit juste par rapport à la valeur de l'entreprise.

iii) Les considérations sur l'application de primes sont dans ce cas liées à des accords préalables d'achats sur d'autres titres. Si au contraire un contrôle n'est pas envisagé dans le futur, les paramètres du "compound yield" seront considérés dans les tractations.

iv) Dans le cas de participation de poids insignifiante, le prix du marché (les cours officiels) sera le prix de référence. A ce propos, certains<sup>192</sup> souhaiteraient que les prix soient évalués sur la base de la capitalisation normale calculée auparavant. Ceci dépend de l'intervention des autres éléments conditionnant le prix.

#### **b. Les éléments irrationnels**

La valeur d'usage que l'un ou l'autre contractant attribue à l'entreprise est une valeur subjective. L'attachement d'un vendeur fondateur, des appréciations différentes à propos de valeurs immatérielles, peuvent donner à cette valeur des niveaux bien supérieurs à sa valeur réelle. Parmi ces éléments irrationnels, nous prenons aussi en compte des valeurs dérivées de la comparaison avec d'autres sociétés de la même branche.

#### **c. Les facteurs stratégiques**

L'acquisition peut faire partie d'un contexte stratégique pour l'acquéreur, ce qui peut d'ailleurs faire monter le prix au-dessus de son niveau logique (voir à ce propos les considérations faites dans le chapitre précédent).

---

<sup>192</sup>cf. Frinault, op.cit., p.100

**d. La notion de position dominante**

Finalement, les acteurs des tractations d'achat/vente sont des hommes, avec leurs qualités et leurs défauts. Le prix pourra dépendre de la capacité de l'un ou de l'autre à faire accepter ses propositions. Cette situation pourrait être la traduction de rapports de force. Si les deux entreprises sont actives dans la même branche, il faut s'attendre à des menaces de rétorsion si un accord n'est pas conclu (voir dumping, p.ex.).

Une recherche empirique, limitée à 19 acquisitions dans le secteur alimentaire entre mars '85 et juillet '88, montre les résultats suivants:

---

acheté	acheteur	monnaie
1* Golden Wonder	Delgety	£
2* Perugina	De Benedetti	Lit (mrd)
3* Slaters Food Products	Freshbakefoods	£
4* Meyhow Foods	Northern foods	£
5* Meadow Farm Products	Hilladown Holdings	£
6* Wold	Freshbake Foods	£
7* Cote D'Or	Jacobs-Suchard	Sfr
8* Home Farm Products	E T Sutherland & Son	£
9* Avana Group	Ranks Ovis McDougall	£
10* Cheehire Wholefoods	Messnen Nederland	£
11* Brach Corporation	Jacobs-Suchard	Sfr
12* Chocolat Poulain	Cadbury Schweppes	Ffr
13* Specialty Brands	Campbell Soup/McCormick	£
14* Ross Young's	United Biscuits	£
15* Buitoni/Perugina	Nestlé	Lit (mrd)
16* Rowntree Snack Foods	Bordan	£
17* Rowntree	Nestlé	£
18* Freshbake Foods	Campbell Soup	£
19* HP/Lea and Perrins	BSN	£

---

	a	b	c	d	e	f	g
1*	54.0	-	4.6	-	-	11.7	-
2*	329.0	291.8	5.1	-	1.13	64.5	-
3*	14.2	22.3	1.1	3.6	0.64	13.0	4.0
4*	16.3	20.9	1.4	4.7	0.88	13.0	3.9
5*	56.6	34.1	2.4	10.5	1.66	24.0	5.4
6*	9.2	31.0	0.2	13.1	0.30	41.0	0.7
7*	4700.0	7400	39.7	-	0.64	118.5	-
8*	10.3	28.5	0.7	3.0	0.36	15.0	3.4
9*	278.8	202.5	15.0	73.4	1.36	18.8	3.8
10*	14.2	8.0	0.5	1.8	1.78	26.0	8.0
11*	1200.0	815.0	40.0	-	1.47	30.0	-
12*	950.0	847.0	36.3	152.9	1.12	26.2	6.2
13*	90.0	87.6	6.9	42.9	1.03	13.0	2.1
14*	335.0	391.1	13.3	69.8	0.8	25.2	4.8
15*	1600.0	2060	51.0	-	0.77	31.4	-
16*	34.0	42.0	1.0	42.0	0.81	34.0	0.8
17*	2620.5	1427.6	87.9	430.0	1.84	29.8	6.1
18*	109.0	184.1	4.4	30.2	0.59	25.0	3.6
19*	199.0	-	7.8	-	-	25.5	-
moyenne					1.0	23.7	3.4

a = valeur offerte

b = chiffre d'affaires de la société achetée

c = bénéfice net

d = actifs nets

e = a/b

f = a/c

g = a/d

Cette recherche, même si elle ne nous permet pas une généralisation, met en lumière certaines caractéristiques très intéressantes. Le rapport entre prix offert et chiffre d'affaires est égal en moyenne à 1. Cela veut dire que le prix payé en moyenne pour ces acquisitions a été équivalent à la valeur du chiffre d'affaires. Même s'il s'agit de la moyenne arithmétique et non géométrique, le résultat est en mesure de nous étonner.

D'autre part, nous constatons que ces acquisitions ont été payées en moyenne 3,4 fois la valeur des actifs net. Ce résultat confirme la validité du rapport Price/Book ratio qui donne pour cette branche une moyenne internationale entre 3 et 4.

## 5. LES PROBLEMES ET LES CONSEQUENCES ENGENDRES PAR LA DIFFERENCE ENTRE LES DEUX VALEURS

La sous-capitalisation boursière d'une entreprise produit des effets négatifs qui ne peuvent être considérés isolément. En effet ils remettent en cause des considérations intimement liées à l'entreprise telles que la philosophie de la société anonyme, les conflits d'intérêts, les conflits de pouvoir.

L'esprit de la société anonyme, tel qu'il avait été conçu lors du lancement de la loi, est celui de la démocratisation du capital, dans le sens d'une dispersion de la propriété, et du pouvoir inconditionné des actionnaires<sup>193</sup>. L'actionnaire est propriétaire de l'entreprise proportionnellement aux titres qu'il détient.

Sur les plus de 140 milles SA présentes en Suisse<sup>194</sup>, seulement près de 180 présentent des comptes publics et sont considérées en tant que telles comme sociétés publiques. Cependant le volume de capital-action qu'elles constituent est plus important que les SA "privées". La loi ne fait pas de distinction entre ces deux types.

La gestion de la société est garantie par un conseil d'administration qui délègue les charges opérationnelles à une direction (management). Il existe souvent un conflit à propos des intérêts que la société, par le biais du management, est censée défendre.

L'intérêt premier de toute société est celui de l'actionnaire<sup>195</sup>. En conséquence, la perception de revenus est le but constitutif d'une SA, société qui doit donc garantir à ses actionnaires d'oeuvrer dans cet esprit et de poursuivre ce but. L'analyse, d'une part des caractéristiques des sujets qui composent la société, et d'autre part de la répartition du pouvoir, nous permet de déterminer dans quelle mesure se justifie

---

<sup>193</sup>cf. Binder, op.cit., p.52 et p.119

<sup>194</sup>cf. SHZ 28.1.1988, p.1

<sup>195</sup>cf. Binder, op.cit., pp.54-55

une sous-capitalisation, et si une telle situation est légitime. Nous ferons ensuite une distinction entre les problèmes et les conséquences directes, qui touchent la gestion courante des affaires de l'entreprise, les problèmes et les conséquences indirectes, tels que la perte de son indépendance ou de l'essence même de société publique.

L'analyse se réfère aux trois dimensions qui caractérisent la société: le management, l'actionnaire et le collaborateur. Cette distinction se justifie par le fait qu'une action sur l'un de ces sujets n'aura pas forcément les mêmes conséquences sur les deux autres.

## 5.1 Caractéristiques des sujets et répartition du pouvoir

### 5.1.1 Les caractéristiques

#### 5.1.1.1 L'actionnaire

L'achat d'une action donne non seulement le droit théorique<sup>196</sup> de propriété sur une partie proportionnelle de l'entreprise, mais aussi

- le droit de participation à l'assemblée générale (689 CO)
- le droit de vote à l'assemblée générale (692-703)
- le droit de contrôle (696/7)
- le droit d'attaquer les décisions de l'assemblée générale (706)
- le droit de convocation de l'assemblée générale (699).

L'actionnaire fait usage de ses droits dans la mesure des motivations qui ont déterminé son achat.

#### a) Le particulier

A partir de la grande typologie d'actionnaires, nous établissons ici une grande distinction entre deux types de particuliers: l'actionnaire intéressé par la gestion et celui qui est motivé par des raisons financières. Le premier détient normalement une partie suffisamment importante du capital pour pouvoir participer activement au système décisionnel de la société. Certes, la motivation industrielle est assortie d'une motivation financière. L'actionnaire espère un revenu régulier, et il conserve donc ses titres pour les revenus qu'ils lui procurent<sup>197</sup>. Il est fidèle à l'entreprise et peu sensible aux variations des cours.

L'actionnaire qui, au contraire, recherche des buts exclusivement

---

<sup>196</sup>Théorique parce que cette prétention ne peut devenir effective que lors de la liquidation ou de la cessation d'activité de la société

<sup>197</sup>cf. Parent, Les firmes industrielles, p.353

financiers, ne détient généralement qu'une petite partie du capital par souci de minimaliser le risque. Son intérêt principal va au revenu qu'il perçoit grâce à ses placements. Il s'attendra donc à une politique de maximisation des profits de la part de l'entreprise, et en particulier de l'augmentation de la valeur du titre. Finalement, ce type d'actionnaire sera intéressé par un dividende important, mais aussi par une capitalisation boursière en progression. Suivant les indications de la nouvelle théorie de portefeuille<sup>198</sup>, ses titres doivent également contenir dans le court terme un revenu qui soit pondéré du risque. La volatilité caractéristique de ce type d'actionnariat l'empêche de participer à la gestion, faute de motivation industrielle, mais aussi de compétence et de temps.

Le rapport de force entre ces différents groupes d'actionnaires devrait en principe être à la base d'une pondération des intérêts.

#### b) Les investisseurs institutionnels

##### 1) Les banques

Les banques se présentent en tant qu'actionnaires sous deux formes différentes:

- par un placement
- en tant que dépositaires des droits de vote de leurs clients.

Le premier cas répond plus à des exigences de marketing bancaire qu'à des considérations financières, la société étant dans la plupart des cas cliente même de la banque.

Le deuxième cas fait partie des services que la banque offre à ses clients, qui appartiennent donc au type d'actionnaire "financier". La banque n'intervient en général pas dans la gestion, pourvu que le risque soit couvert. Il ne faut pas non plus s'attendre à une opposition formelle de la banque lors de l'assemblée générale, car certains de ses représentants siègent souvent dans les conseils d'administration.

---

<sup>198</sup>cf. le exposé sur le Capital Asset Pricing Model

**ii) compagnies d'assurance et sociétés d'investissement**

Pour les premières, la sécurité est fondamentale, et c'est pour cette raison qu'elles visent des placements à revenus certains et constants. Les sociétés d'investissement sont très souvent des branches d'activité de la banque et agissent d'après la théorie du portefeuille.

**iii) les fonds de pension**

Nous avons déjà pu constater l'importance croissante de ces fonds, en particulier en réponse au placement de la poste épargne du privé à la forme institutionnelle. Les fonds sont normalement liés à une performance minimale, qui amène le revenu à constituer un paramètre décisionnel primaire.

**iv) les fondations**

A quelques exceptions près (Wallenberg en Suède, par exemple, qui contrôle indirectement, par l'intermédiaire de sociétés financières, d'importants portefeuilles du capital de plusieurs sociétés de l'industrie), les fondations sont reliées à des entreprises particulières, et poursuivent d'autres buts que ceux de gestion ou de rendement.

**c) Les salariés**

La participation des salariés à la propriété est une forme de goodwill social mise en place par plusieurs sociétés ces dernières années. Normalement, lors d'une augmentation du capital, une partie de celui-ci est réservée aux collaborateurs qui peuvent souscrire des actions à un prix très avantageux, mais ceux-ci sont souvent tenus de les revendre à un tiers avant un certain délai<sup>199</sup>. Cette participation, qui vise aussi la motivation des collaborateurs, est caractérisée par des objectifs de rentabilité. De par sa faible volatilité, ce type d'actionariat est en soi très avantageux pour la société.

Les investisseurs institutionnels sont généralement liés, par la loi ou par les statuts, à une performance minimale, ce qui expli-

---

<sup>199</sup>voir par exemple l'augmentation de capital de SIKKA Finanz en juin 1989

que un intérêt prédominant pour le revenu, et des attentions particulières aux degrés de risque.

Nous pouvons conclure que tous les possesseurs de titres ne désirent pas contrôler le management. Mais ceux qui achètent un titre présument qu'il y a certains actionnaires possédant suffisamment de capital pour renverser le management au cas où celui-ci agirait contre leur intérêt<sup>200</sup>.

#### 5.1.1.2 Le managant

Ce terme sous-entend la catégorie de salarié de l'entreprise qui est responsable de la prise de certaines décisions stratégiques et de la totalité des opérations correspondantes.

L'intérêt du management peut être simplifié et généralisé par la justification de son salaire et le maintien de son poste. En réalité, selon la théorie des rôles, il se trouve au centre d'une multiplicité d'expectatives qu'il est censé satisfaire. Il supporte en particulier des responsabilités envers l'actionnaire, les employés, les créiteurs, les fournisseurs, les clients, le public. Ces interactions sont celles qui caractérisent l'entreprise en tant qu'unité de création de valeur avec des fonctions socio-économiques<sup>201</sup>; leur satisfaction et leur prolifération permettent à l'entreprise de survivre. L'essentiel pour une entreprise consiste à s'adapter quotidiennement aux variations de l'environnement.

La multitude de ces expectatives produit un conflit de rôles pour le management. Les différents intérêts sont peu compatibles entre eux et même souvent opposés.

Il y a effectivement ambiguïté dans le fait que le management est censé défendre l'intérêt public de l'entreprise plutôt que l'intérêt du donneur de capital, qui est en l'occurrence le porteur du risque. Le "bonum comune", le bien-être de l'ensemble de la communauté, fait partie des obligations de droit public et est mentionné dans le droit privé qui caractérise la SA,

---

<sup>200</sup>cf. Demsetz, The structure of ownership, p.387

<sup>201</sup>cf. Ulrich/Fluri, Management, p.16

seulement sous forme d'interprétation négative de la loi. Il est donc incorrect de placer l'intérêt public comme première préoccupation de la SA. Il est plus correct de le maintenir en tant que principe à la base de toute autonomie privée, l'ordonnement de droit privé étant subordonné à celui de droit public<sup>202</sup>. Toutefois il faut reconnaître que plus la société sera importante, plus l'institut de l'autonomie privée se révélera être une fiction juridique<sup>203</sup>.

La question essentielle reste la définition de l'intérêt général de la société. Si la diversité de la typologie d'actionnaires empêche de trouver une unanimité du côté de la propriété, en trouver une dans les coïncidences avec l'intérêt public est encore moins évident. En généralisant, nous pouvons définir l'intérêt de la société comme le maintien de l'existence et de la prospérité de l'entreprise à long terme<sup>204</sup>. Dans le cas particulier, il faut rechercher une équipartition et faire la synthèse de tous les intérêts qui interviennent dans la réalité de l'entreprise<sup>205</sup>.

#### 5.1.1.3 Les salariés

Dans ses rapports avec l'entreprise, le salarié est principalement intéressé par la sécurité de son poste de travail. La participation aux résultats est encore un principe peu répandu en Suisse, sinon par la distribution du capital-action.

---

<sup>202</sup>cf. Binder, op.cit., p.61

<sup>203</sup>cf. Claus Ott, Recht und Realität der Unternehmens-korporation, cité par: Ulrich/Flury, Management, p.17

<sup>204</sup>cf. Binder, op.cit., p.64

<sup>205</sup>cf. Binder, op.cit., p.162

### 5.1.2 La répartition du pouvoir

L'esprit démocratique de la société anonyme permet de tracer un parallèle avec le système de répartition du pouvoir politique. En effet la SA "publique" dispose d'un actionnariat très nombreux (dans le processus de reprivatization de St.Gobain en France, les actionnaires étaient au nombre de plusieurs dizaines de milliers, ce qui a posé des problèmes non seulement décisionnels, mais aussi structurels et logistiques en ce qui concerne l'organisation d'assemblées générales), qui peut être comparé à une population.

Le système du pouvoir représentatif, reconnu par l'idéologie démocratique, dans lequel le législatif est élu par le peuple et l'exécutif est élu par le législatif lui-même, est aussi respecté au sein des organes de la SA: l'assemblée générale des actionnaires procède à l'élection du conseil d'administration (qui, en fixant les stratégies, peut être comparé au législatif) qui lui se charge de nommer les directeurs (l'exécutif de l'entreprise). Au cas où les décisions ne sont pas satisfaisantes, le peuple, par la voie du référendum, et l'actionnaire par le biais de l'assemblée générale, sont en mesure de contester les décisions. Le citoyen doit rassembler 100 milles signatures pour porter au vote populaire le sujet de discorde; l'actionnaire doit rassembler dix pour cent au moins du capital pour requérir la convocation d'une assemblée extraordinaire (article 699 chiffre 3 CO).

Une différence considérable entre les deux systèmes apparaît au niveau des groupements du pouvoir. Si d'un côté les partis politiques se constituent pour assurer la coordination des intérêts des citoyens, cette même opportunité est latente dans la structure de l'actionnariat. A quelques exceptions près (par exemple Canes chez Nestlé), les actionnaires ne sont pas groupés, et la loi même garantit à la société la possibilité d'inscrire dans ses statuts une limitation de la concentration des droits de vote en une seule personne physique ou juridique, jusqu'à concurrence d'un certain pourcentage (article 627/10 CO).

Il est presque impossible de parler d'intérêt réel de l'actionnaire à la gestion de l'entreprise s'il ne détient pas un portefeuille considérable ou même majoritaire du capital. Ses caractéristiques

térisiques, le manque de temps, de compétence, mais surtout d'informations utiles, limitent souvent le rôle de l'actionnaire à celui de simple spectateur, et l'assemblée générale à celui d'un organe de ratification de décisions. L'actionnaire étant motivé essentiellement par des intérêts financiers dans l'entreprise, son but fondamental est de maximiser sa propre valeur à court, moyen, ou plus rarement long terme.

Le fait de savoir qui est le vrai détenteur du pouvoir dans la société et qui est à même de fixer l'intérêt prioritaire de la société, a fait l'objet d'une abondante littérature financière ces dernières années, surtout à la suite d'abus lors de rachats. La prise de décision est l'expression essentielle du pouvoir. Le système de décision peut se dérouler en quatre étapes<sup>206</sup>:

- i) initiation: afflux de propositions sur l'utilisation des ressources;
- ii) ratification: choix des initiatives à réaliser;
- iii) mise en oeuvre: exécution des décisions ratifiées;
- iv) contrôle: vérification des performances et mise en oeuvre de mesures correctives.

Sous "decision management", nous définissons les procédures d'initiations et de mise en oeuvre. La ratification et le contrôle sont par contre définis par "decision control". S'il ne subsiste pas de distinction entre "décision management" et "decision control", les actionnaires sont mal protégés contre des actions opportunistes et peuvent assister à une baisse de la valeur de leurs titres<sup>207</sup>. La distinction entre "decision management", "decision control" et porteur du risque, est la conséquence logique de la dispersion du capital, laquelle s'inscrit dans les principes de protection des actionnaires minoritaires et de la spécialisation de la gestion.

La présence croissante d'investisseurs institutionnels (qui ne

---

<sup>206</sup>Cf. Fama/Jensen, Separation of ownership and control, p.303

<sup>207</sup>Cf. Fama/Jensen, op.cit., p.306

sont généralement pas intéressés par la gestion) dans le capital de l'entreprise, a conduit à de nouveaux rapports de pouvoir. Le management se trouve en mesure de manoeuvrer plus facilement les ressources de l'entreprise que lorsqu'il doit faire face à une concentration de propriété. Nous pouvons en déduire qu'en présence d'une propriété dispersée, le conflit d'intérêt entre management et actionnaires se résoud en faveur du premier<sup>208</sup>.

Si d'une part nous reconnaissons que les propriétaires (les actionnaires donc) sont les détenteurs juridiques du pouvoir, il faut admettre d'autre part que le management est de plus en plus détenteur réel du pouvoir<sup>209</sup>. La séparation entre propriété et pouvoir de disposition répond toutefois à la spécialisation et professionnalisation requises dans la gestion de l'entreprise<sup>210</sup>.

Cette situation réduit la motivation du management à maximiser les profits<sup>211</sup>, alors qu'une fois libéré de l'obligation de rentabilité, celui-ci perd toute motivation à réinvestir efficacement les revenus ou à les distribuer sous forme de dividendes, ayant la possibilité de les distribuer sous forme de "benefits" personnels<sup>212</sup>. Il est à redouter que le management essaie de satisfaire les actionnaires avec un "return" à un minimum acceptable et qu'il emploie les profits pour augmenter l'utilité propre<sup>213</sup>. Certes, les administrateurs sont tenus à une gestion correcte de l'entreprise, et les abus peuvent être contestés (article 718 et 754 et suivants CO). Mais le problème qui nous concerne se situe au niveau de la possibilité de négliger les intérêts des actionnaires en faveur d'autres intérêts relatifs à la société.

La solution de ce problème est en corrélation directe avec la fa-

---

<sup>208</sup>cf. Demsetz, op.cit., p.375

<sup>209</sup>cf. Parent, op.cit., p.357

<sup>210</sup>cf. Ulrich/Flury, op.cit., p.37

<sup>211</sup>cf. Demsetz, op.cit., p.376

<sup>212</sup>cf. Mahari, op.cit., p.16

<sup>213</sup>cf. Baumol, cité par: Demsetz, op.cit., p.377

culté de contrôle sur la société. Aussi nous distinguons trois modes de contrôle<sup>214</sup>:

- i) majoritaire
- ii) minoritaire
- iii) managerial.

i) Il y a contrôle majoritaire lorsqu'un individu ou un petit groupe (une famille, par exemple) détient la majorité du capital. Dans ce cas les propriétaires sont généralement présents à la direction, si ce n'est au conseil d'administration. Leurs placements sont durables.

A la suite d'une série d'augmentations de capital, il est cependant possible qu'ils perdent leur majorité en raison de l'impossibilité à souscrire pour atteindre le pourcentage nécessaire. Les sociétés pouvant être à la merci d'une telle situation n'effectuent que rarement des augmentations de capital, préférant un endettement tiers ou un autofinancement. Cette préférence se justifie pour les raisons suivantes:

- un endettement tiers, outre la garantie de l'autonomie, fait diminuer le bénéfice d'exploitation et justifie des dividendes bas;

- une grande marge d'autofinancement accroît la substance de la société, justifie la constitution de réserves et empêche la fuite de bénéfices vers les petits actionnaires; pour les mêmes raisons il serait préférable d'envisager une croissance interne ou une croissance externe par le biais de rachat et d'absorption; une fusion n'est pas souvent envisagée car elle ouvrirait la porte à de nouveaux actionnaires, minant cette fois le caractère familial de la société et forçant sa structure de propriété.

En Suisse, citons les cas de Hoffmann-La Roche (Famille Hoffmann et Sacher), Dätwyler Holding (Famille Dätwyler), Netstal (Famille Coppetti), Saurer Holding (T. Tettamanti), Omni Holding (W.K.Rey).

---

<sup>214</sup>cf. Parent, op.cit, p.374

Reste à savoir s'il subsiste un devoir de fidélité de l'actionnaire majoritaire envers les autres actionnaires. Le droit de la société anonyme nie toutes sortes de liaisons juridiques entre les actionnaires. Le seul devoir de l'actionnaire est celui de libérer (article 680 chiffre 1 CO). Nous pouvons toutefois reconnaître un devoir de fidélité, découlant de l'article 2 du Code Civil<sup>215</sup>, ou bien encore admettre, en ce qui concerne l'administration de ses titres, que l'actionnaire majoritaire prend des décisions qui influencent toute la société, composée également d'actionnaires minoritaires<sup>216</sup>.

Si l'actionnaire majoritaire siège au conseil d'administration, il est soumis au devoir (article 722 CO) et à la responsabilité des administrateurs (article 754 CO). S'il ne siège pas lui-même au conseil d'administration, il est soumis aux normes de la gestion des affaires sans mandat (articles 419-424 CO)<sup>217</sup>.

ii) Le contrôle minoritaire est détenu par un actionnaire qui est propriétaire d'une partie du capital non majoritaire, mais supérieure au capital des autres actionnaires. Ceci est souvent le cas de très grandes sociétés dotées d'une très grande capitalisation boursière, où même un pourcentage bas représente un montant considérable et difficilement accessible. Ford, Fiat, et en Suisse Oerlikon-Bührle, Jacobs-Suchard, Lindt & Sprüngli, Mövenpick, Hürlimann, et plusieurs autres possédaient toutes un contrôle majoritaire qui s'est peu à peu démantelé au vu de la croissance et des grands engagements financiers que les propriétaires n'ont pas pu supporter à eux seuls. Nous pouvons supposer que le contrôle minoritaire est le passage intermédiaire du contrôle majoritaire au contrôle managérial.

La difficulté de ce type de contrôle est de maintenir une majorité relative propre, et donc de satisfaire et contrôler les autres actionnaires. En Suisse, la législation relative aux titres de propriété facilite cet engagement. L'émission de titres

---

<sup>215</sup>cf. Weiss, Kommentar, p.182

<sup>216</sup>cf. Weiss, op.cit., p.183 et Wiedemann, Minderheitsschutz und Aktienhandel, p.7 s.

<sup>217</sup>cf. Wohlmann, Die Treupflicht des Aktionärs, p.132

nominatifs permet d'identifier l'actionnaire; ces titres nominatifs donnent au conseil d'administration le droit de refuser, même sans raison, tout nouvel actionnaire; les droits de vote préférentiels lui permettent enfin de consolider le pouvoir qui est dans ses mains propres.

iii) Le contrôle managérial se caractérise, nous l'avons vu, d'après la dispersion de la propriété et le manque d'organisation entre les actionnaires. En outre cette tendance a été marquée par la présence croissante d'investisseurs institutionnels et de nombreux actionnaires qui remettent leurs droits de contrôle au conseil d'administration sans intervenir dans la gestion.

Pour réaliser une autonomie de gestion, la direction doit être en mesure d'installer des personnes qui lui sont proches au sein du conseil d'administration<sup>218</sup>. Souvent, en particulier aux Etats-Unis<sup>219</sup>, les personnes qui siègent au conseil sont celles qui ont en plus des responsabilités au sein de l'entreprise. Il est évident que le fait de disposer d'un tel contrôle permet au management d'orienter l'intérêt de la société dans sa direction. Les fusions et les absorptions permettent d'améliorer la position forte de la direction, car elles augmentent le nombre des actionnaires en les mettant tous sur un pied d'égalité.

Le management craint toutefois l'éventualité d'un rachat par un actionnaire majoritaire, lequel assumerait la gestion du pouvoir.

Les aspects positifs dus à la célérité de la prise de décision ne suffisent pas à justifier une telle situation. Le fait que seule la catégorie des managers dispose à tout moment des informations nécessaires à une prise de décision optimale, ne garantit pas les intérêts de la propriété. Nous pouvons penser que si ces conditions ne sont pas remplies, la propriété dispersée atteindrait une concentration suffisante pour éloigner le management inopérant<sup>220</sup>. Le marché des titres est le premier indicateur d'un mécontentement. L'insatisfaction à l'égard de la politique managérial se manifeste de plus en plus par la vente

---

<sup>218</sup>cf. Mahari, op.cit., p.15

<sup>219</sup>cf. Parent, op.cit., p.380

<sup>220</sup>cf. Demsetz, op.cit., p.387

de titres plutôt qu'à l'assemblée générale<sup>221</sup>. Les effets négatifs sur l'image de l'entreprise et le risque de tentatives de rachat sont alors évidents.

"Stock prices are visible signals that summarize the implications of internal decisions for current and future net cash flows"<sup>222</sup>,

et une sous-capitalisation est interprétée par des attentes négatives, ou du moins par l'inefficacité de la direction dans l'emploi des ressources à sa disposition. Nous estimons donc qu'un indicateur externe, tel que le cours dans un marché efficient, est en mesure d'exercer une pression suffisante pour orienter les décisions de l'entreprise vers les intérêts des actionnaires.

L'institut des actions nominatives liées, dans les sociétés avec une telle répartition du pouvoir, garantit au management la faculté de choisir ses actionnaires, en soi les propriétaires. Ceci mérite d'être contesté, au moins du point de vue éthique. En effet, si nous considérons le manager comme un salarié, il ne doit pas être en mesure de choisir le propriétaire, tout comme l'ouvrier ne peut choisir son chef. Le droit préférentiel pour les dirigeants, qu'eux mêmes refusent à leurs employés, ne peut pas lui être garanti.

En définitive, nous pouvons soutenir que les managers cherchent à augmenter une "fonction d'utilité directoriale"<sup>223</sup> et surtout à justifier leurs positions par un fort taux de croissance. Quant à eux, la destination primaire du profit doit aller dans la recherche de nouvelles ressources et doit assurer les richesses

---

<sup>221</sup>cf. Mahari, op.cit., p.17; NZZ 6/7.2.1988; FuW 30.3.1988. Cet avis était déjà partagé favorablement par Boemle (cf. Boemle, Die Publizität der Aktiengesellschaft, p.102). Selon lui, une plus grande et plus juste information est nécessaire, afin que l'actionnaire soit en mesure de décider pour ou contre un management en achetant ou vendant des titres.

<sup>222</sup>cf. Fama/Jensen, op.cit., p.313

<sup>223</sup>cf. Parent, op.cit., p.388

obtenues. Ils estiment qu'une politique de maximisation du cash flow est préférable à la seule maximisation du bénéfice.

## 5.2 Problèmes et conséquences directes d'une sous-capitalisation

Même si la conséquence la plus dangereuse et la plus actuelle d'une sous-capitalisation est l'éventualité d'un rachat (sujet analysé en détail au chapitre 5.3), il y a d'autres problèmes et d'autres incidences plus immédiates pour l'entreprise.

Aucun dirigeant n'aime s'entendre dire qu'il a sous-évalué les actifs de sa propre société. Ce constat s'applique aisément aux Etats-Unis, où la compétition ne se joue pas seulement au niveau des chiffres d'affaires, des cash flows et des bénéfices, mais également des capitalisations boursières. Dans une optique à court terme, maximiser les profits, et par conséquent la valeur de l'actionnaire, est pratique courante.

En Suisse la situation se présente différemment. Beaucoup d'entreprises sont sous-évaluées sur le marché boursier et, exception faite d'Hero, on ne fait que rarement en sorte de porter la capitalisation boursière à une valeur plus juste. Ceci est source de problèmes à différents niveaux.

### 5.2.1 Actionnaire

La sous-capitalisation est insatisfaisante pour un actionnaire qui vise des buts financiers. Un faible dividende, qui ne compense pas le manque de capital gain, concourt lui aussi au mécontentement. La conséquence peut être l'abandon en masse des actionnaires, ce qui risque d'augmenter la volatilité des cours et donc inciter à la spéculation.

Pour la société, le problème se pose au niveau de l'instabilité de la propriété, et de la difficulté de la faire participer au processus décisionnel. Cette spéculation peut en même temps produire des effets de progression de la capitalisation boursière en la ramenant à des niveaux plus justes. Ce procédé peut être déterminé par l'intervention d'un investisseur intéressé par la constitution d'un portefeuille majoritaire. Il essaiera de convaincre les actionnaires présents de lui céder leurs titres en leur offrant de les acheter à des prix (cours) supérieurs à ceux du marché, par des offres publiques d'achat.

La vente des titres en masse est toutefois une solution extrême et n'est en aucun cas la meilleure. L'actionnaire a droit à une tutelle de ses intérêts, même s'il est minoritaire. En effet, la sous-capitalisation peut avoir été imposée par l'actionnaire majoritaire, ou même le management. Cela peut être la conséquence du manque de mesures favorisant les actionnaires, ou de rétention des profits. L'actionnaire minoritaire peut faire appel au principe du traitement égalitaire s'il s'estime illégalement traité<sup>224</sup>.

### 5.2.2 Le management et la société

Dans le chapitre précédent nous avons constaté que le management agissait par définition dans l'intérêt de la société, c'est pourquoi management et société sont regroupés sous le même titre. Au travers de ses décisions et de ses politiques (de distribution, d'information, etc.), le management influence de manière considérable le niveau de la capitalisation boursière. Une sous-capitalisation serait gérable

- a. en période de stagnation;
- b. avec un actionnariat dispersé et peu mobile
- c. si le rendement de l'investissement était jugé satisfaisant.

Dés que ces conditions ne sont plus remplies, des problèmes se posent pour le management, surtout en ce qui concerne l'autonomie et la gestion.

a. Si l'entreprise est caractérisée par une croissance, la marge brute d'autofinancement ne suffit plus, seule, à satisfaire les besoins financiers des investissements. Si nous faisons abstraction du rapport idéal fonds propres/capitaux tiers, conséquence de l'optimisation de l'effet de levier, nous pouvons supposer que les décisions du management sont prises sur des bases

---

<sup>224</sup>cf. Forstmoser/Meier-Hayoz, Einführung im Aktienrecht, Chp 21 N7

d'opportunité et d'autonomie.

Une sous-capitalisation implique des coûts supérieurs (des revenus sous forme d'agio mineurs) en cas d'augmentation du capital. En effet, le prix d'émission ne peut pas dépasser celui que le marché attribue au titre, surtout si l'on veut ne pas risquer l'échec de l'opération. Un financement par des capitaux tiers peut être en définitif plus avantageux, et un choix dans ce sens peut exprimer la crainte du management à modifier la structure présente de la propriété. D'autre part, si le management agit dans l'intérêt des actionnaires présents, il sera réticent à la possibilité d'émettre de nouveaux titres, s'il sait que la valeur des actifs de la société est grande (donc plus grande que sa valeur boursière)<sup>225</sup>. Inversement, une augmentation de capital peut signaler au marché que les cours sont élevés ou proche de la valeur effective de l'entreprise.

L'analyse de la structure des capitaux tiers est fondamentale, vu qu'elle peut être la conséquence (et non seulement la cause) d'une sous-capitalisation.

Nous pouvons considérer les crédeturs à court terme comme des détenteurs de capital tiers occasionnels, dans le sens où leur participation au financement de l'entreprise découle de conditions de paiement déterminées par les usages du système. Ils ne s'intéressent pas particulièrement aux caractéristiques de l'entreprise, puisqu'en cas de difficultés financières ils seraient les premiers à être remboursés.

La situation est différente pour:

i) les emprunts obligataires convertibles

ii) les crédits bancaires et les emprunts obligataires ordinaires.

i) Ces fonds sont considérés comme futur capital propre, car ils incorporent des droits d'option pour la conversion. Nous supposons ici que le marché ait déjà réagi à cette situation future (par intuition) et il ne serait pas illogique qu'il corrige

---

<sup>225</sup>cf. Krasker, Stock price movements, p.93

la capitalisation boursière vers le bas.

Ce moyen de financement a l'avantage de déplacer en partie la spéculation des titres vers les droits d'options (warrants) qui possèdent un effet de levier supérieur pour l'investisseur. Le danger réside dans la faible capitalisation boursière qui est à l'origine d'un désintérêt pour la souscription et donc pour l'exercice des droits d'option.

ii) Les crédits bancaires ordinaires à long terme mettent le donneur de capital dans une position de force évidente. Les banques elles-mêmes jouent un rôle très important dans l'émission d'obligations où elles se chargent du placement auprès du public. Cette forme de financement place l'entreprise dans une situation de client-bénéficiaire. Dans le but de surveiller ses affaires, la banque dispose souvent d'un siège dans le conseil d'administration de la société. L'importance de telles liaisons d'affaires et de tels financements pour l'entreprise laisse supposer qu'"un créancier a souvent plus de poids qu'un propriétaire, surtout s'il n'en existe pas d'important dans l'entreprise"<sup>226</sup>. Se financer, par le biais de fonds tiers suite à une faible capitalisation boursière, peut être à l'origine d'une perte d'autonomie pour le management, suivant le déséquilibre du rapport fonds propres/ capitaux tiers. Lorsque ce rapport atteint un certain niveau (comme nous l'avons déjà vu au chapitre 3.4), non seulement l'autonomie décroît, mais le coût du capital augmente et la capitalisation boursière risque de s'affaiblir encore à cause du risque.

Une sous-capitalisation peut aussi influencer les emprunts obligataires qui, même s'ils sont traités sur un marché différent, suivent la tendance de la société sur le marché des actions. Une société à faible capitalisation dispose bien sûr d'un potentiel de développement. Mais comme il sera démontré dans le chapitre suivant, en cas d'absorption spéculative, ce serait aux détenteurs de titres obligataires à subir les effets négatifs. De tels soupçons pourraient être en mesure de faire échouer l'émission d'un emprunt.

---

<sup>226</sup>cf. Parent, op.cit., p.400

b) Un actionnariat dispersé, nous l'avons constaté auparavant, garantit au management une certaine autonomie de décision. Si en plus cet actionnariat est peu mobile, donc fidèle, il y a peu de risques qu'il puisse vendre ses titres à des actionnaires bien plus actifs et déterminés.

c) La satisfaction de l'actionnaire quant au rendement de son investissement est fonction de ses différentes motivations. Il est toutefois possible qu'il modifie ses attitudes et surtout ses expectatives de rendement en raison de l'évolution du reste du marché. L'importance des attentions comparatives est d'autant plus essentielle pour le manager qui veut maintenir la structure actuelle de l'actionnariat afin d'éviter tout mécontentement.

Si par la même occasion les conditions b et c s'en trouvaient satisfaites, la sous-capitalisation ne poserait pas de problèmes et n'aurait pas d'effets directs sur le management.

### 5.3 La sous-capitalisation dans le rachat d'entreprises

La conséquence la plus dangereuse et la plus importante d'une sous-capitalisation d'une société en est le rachat, qui implique différents changements aux niveaux de la propriété, des structures et des objectifs de l'entreprise. L'une des principales caractéristiques d'une entreprise sujette au rachat inamical est la faible capitalisation boursière par rapport à sa valeur effective<sup>227</sup>. La confirmation de cette hypothèse nous est donnée par la situation au Japon: ce pays a connu une très faible activité d'acquisitions et les rachats inamicaux sont presque inexistants. Comme nous l'avons constaté auparavant, le Japon supporte un marché fortement surcapitalisé en comparaison des autres places financières.

L'objectif et la motivation première du racheteur sont l'augmentation de la valeur des actionnaires que les managers, volontairement ou involontairement, n'ont pas su augmenter. Dans ce contexte, les discours faits à propos du pouvoir et des intérêts à défendre à l'intérieur de la société ont une importance fondamentale.

L'acquéreur d'une société sous-capitalisée peut trouver son avantage financier, soit dans une absorption spéculative, soit dans une absorption industrielle (celle qui vise principalement les effets de synergie et de diversification).

L'analyse de ce type de conséquences débutera par la considération des caractéristiques et des modalités de l'absorption. Nous vérifierons ensuite les variations de capitalisation boursière (et donc des plus-values des actionnaires) auprès de l'acquéreur et de la valeur acquise. La réaction du management et les conséquences des acquisitions faites dans cette catégorie complèteront l'analyse.

Le mouvement de rachat d'entreprises est né et a connu son plus fort développement aux Etats-Unis. Ces dernières années, cette vague a touché également l'Europe et marginalement la Suisse. Pour cette raison l'analyse s'appuie principalement sur la situa-

---

<sup>227</sup>cf. Jensen, Takeovers, p.112; Freiherr v.Valkenhausen, Das Takeovergame, p.1; FuW du 16.3.1988, p.13

tion américaine. Les prérogatives financières de base de ce mouvement en Suisse étant données, nous nous concentrerons, dans le chapitre 6., sur la recherche de mesures convenables pour l'affronter dans notre pays.

### 5.3.1 Caractéristiques et modalités de l'offre publique d'achat

Une tendance des managers à "capture value" plutôt qu'à "create value" a été constatée ces dernières années<sup>228</sup>. Cette constatation est confirmée par exemple par le démantèlement et la vente des actifs acquis lors d'une absorption. Au contraire, une création de valeur sous-entend un engagement du management à long terme à la suite de l'acquisition.

Il convient de faire une distinction fondamentale entre les types d'absorptions.

type de sous-évaluation	conséquence	but de l'acquéreur
a. sur base statique (P/B ratio)	absorption spéculative	-restructurer -vendre les actifs non rentables -grandes marges de profit à la revente
b. sur base dynamique (PER; cash flow)	absorption industrielle	-diversifier -profiter des synergies

L'offre publique d'achat est un instrument apte à réaliser une acquisition, qui consiste à rendre publique une offre d'achat de titres d'une société à ses actionnaires, à un prix comprenant généralement une majoration de 25-80%<sup>229</sup> du cours du marché. Cette offre concerne normalement la totalité des titres, mais il

---

<sup>228</sup>Cf. Haspeslagh/Jemison, Acquisitions, p.5

<sup>229</sup>Cf. Husson, La prise de contrôle d'entreprises, p.204

est possible qu'elle n'intervienne que sur une partie de ceux-ci (tant qu'ils suffisent à la constitution d'une majorité en mesure de changer les statuts). L'acquisition peut être réglée soit par l'achat, soit par l'échange de titres (offre publique d'échange).

Nous distinguons:

- OPA amicale
- OPA inamicale.

La première est le résultat de tractations entre l'acquéreur (A) et le conseil d'administration de la société à acquérir (B). En faisant abstraction des capacités et des forces des parties contractantes, le prix du titre sera l'expression d'un compromis sur la base duquel le conseil d'administration de B est disposé à offrir des portefeuilles sous son contrôle et à conseiller de vendre aux autres actionnaires. Pour justifier son intérêt, A est normalement en possession d'un portefeuille de titres de B.

Dans la deuxième catégorie, celle des OPA inamicales, A agit secrètement dans une première phase. Son objectif est celui d'acquérir le portefeuille le plus grand possible sans faire varier de façon suspecte le cours. Ce comportement répond à deux raisons. Il doit en premier lieu rendre vraisemblable son offre aux yeux des actionnaires. En outre il peut manipuler le cours dans les périodes qui précèdent le lancement de l'OPA en vendant des actions, pour offrir ensuite un prix qui apparaisse très avantageux au public. Cette conduite de A est conditionnée par le volume des transactions sur les titres de B. Si le volume est grand, le rachat d'actions aura une influence minime sur les cours. Si au contraire le volume est restreint, il provoquera des changements soudains du cours, découvrant par là la stratégie de A et permettant donc à B de préparer un dispositif de défense.

#### 5.3.1.1 Prise de contrôle sur base statique

Une telle tentative de prise de contrôle se produit dès qu'un investisseur dispose d'informations (mais souvent aussi d'estimations) ignorées par le marché, et dont il veut tirer profit. Sa stratégie est simple: acquérir un portefeuille de titres qui lui

permette d'interférer dans la gestion de la société et, ensuite, soit vendre ce portefeuille (appelé "greenmailing", une sorte de pénalisation à payer pour perpétuer l'autonomie de la société) à prix majoré ou bien racheter tout le capital-action par le financement de tiers (le leveraged buyout). Dans ce dernier cas, l'opération qui suit l'achat consiste à revendre différents éléments de la société (asset stripping), en réalisant des marges considérables sur l'investissement initial.

La condition de base reste celle de la sous-capitalisation de l'entreprise. En effet les assets strippers profitent d'une fausse évaluation de l'entreprise, estimée par exemple seulement sur la base de la valeur de rendement, sans considérer les éléments qui ne sont pas comptés dans le concept global de l'entreprise, dont l'évaluation devrait être faite à part. Nous pouvons donc affirmer qu'une restructuration de l'entreprise au moyen de l'asset stripping conduit à l'optimisation de la valeur de l'entreprise<sup>230</sup>. L'actionnaire qui subit déjà les conséquences de l'asymétrie de l'information en raison de la prudence du management à rendre publique des données, risque d'être lésé par un rachat à un prix injustement bas. Pour cette raison, un marché des prises de contrôle concurrentiel, basé sur des surenchères, est en mesure de sauvegarder les intérêts des actionnaires.

L'acquéreur peut également procéder à de telles absorptions, poussé par la conviction de savoir mieux gérer B qu'il l'est actuellement, et peut donc apporter à l'entreprise des stratégies de restructurations organisationnelles et des objectifs de fond. L'absorption spéculative est généralement réalisée par des OPA inamicales. Le succès de cette offre dépend des caractéristiques suivantes de la société cible:

- dissémination du capital social en absence de groupes importants d'actionnaires: la compagnie d'assurances "La Suisse", qui a subi une tentative de rachat inamicale sous forme d'offre publique d'achat en juillet 1988, dénotait un actionnariat très dispersé<sup>231</sup>;

---

<sup>230</sup>cf. Heibling, Unternehmenswertoptimierung, p.179

<sup>231</sup>cf FuW du 30.7.1988, p.13

- mauvaise représentation du capital au sein du conseil d'administration;
- absence, dans le conseil, de personnalités marquantes et liées avec des groupes financiers ou bénéficiant d'appuis;
- manque d'une forte image de l'entreprise ou de son conseil d'administration, à laquelle pourraient s'identifier ses actionnaires.

Ces caractéristiques sont des connotations de vulnérabilité et les conditions préliminaires essentielles à toute offre inamicale.

De plus, la société cible des spéculations en question se caractérise par:

- de grandes quantités de liquidité latente (des stocks et des créances clients excessifs, des dettes fournisseurs trop faibles ou des terrains ou immeubles mal utilisés<sup>232</sup>). Certaines grandes entreprises suisses et allemandes comptent une capitalisation boursière si basse que même les moyens liquides publiés la dépassent<sup>233</sup>;
- de grands patrimoines susceptibles d'être hypothéqués, des terrains et des filiales faciles à vendre, un potentiel immobilier non utilisé et dont les actionnaires ne profitent que sous forme de plus-values ou de dividendes, ceci pour autant que le management décide de les céder ou de les rentabiliser<sup>234</sup>;
- d'importantes réserves cachées ou publiées

---

<sup>232</sup>cf. Pene, op.cit., p.50

<sup>233</sup>cf. Mahari, Soft factors bei Firmenübernahme, pp.14-15

<sup>234</sup>cf. Freiherr v. Falkenhausen, op.cit., p.13 et Pene, op.cit., p.50

auxquelles le marché n'a pas encore réagi; cette caractéristique est particulière aux sociétés suisses;

- une politique d'information et des dividendes conservatrice;

- une capacité d'emprunt non exploitée.

L'acquéreur n'a, en principe, pas de caractéristiques particulières. Même des petites entreprises, des investisseurs privés ou les managers de la société sont en mesure d'acquérir la société grâce à des emprunts à taux élevés (les junk bonds, qui sont généralement offerts par les banques d'investissement). Les actifs de la société cible servent à garantir ces emprunts et, une fois l'acquisition terminée, ils serviront pour l'asset stripping, de manière à pouvoir rembourser ces emprunts<sup>235</sup>. L'acquisition de RJR Nabisco par l'institut financier Kohlberg/Kravis/Roberts & Co, qui a coûté 25 mrd de dollars, a été financée pour 6 mrd par des junk bonds et pour 14 mrd par un syndicat de banques<sup>236</sup>. La société avait des dettes de 5,1 mrd avant l'opération.

Le démantèlement de la société n'est pas la conséquence unique d'une acquisition spéculative, même si ceci dépend des délais de remboursement des emprunts. Il est en effet possible que l'acquisition se fasse sur une base de going concern, que la société soit rationalisée, restructurée, et ensuite revendue.

Il est difficile de prétendre que de telles acquisitions ont plus d'effets négatifs que positifs. Au niveau de l'image de l'acquéreur, surtout en Suisse, ce type d'opération ne produit pas d'effets bénéfiques. Voici quelques avantages et désavantages des acquisitions inamicales<sup>237</sup>:

---

<sup>235</sup>cf. Gilbert, Financing leveraged buyout through the acquired assets, pp.8s.

<sup>236</sup>cf. NZZ du 8.12.1988, p.35

<sup>237</sup>cf. Mahari, Soft factors bei Firmenübernahmen, p.22

- avantages: - libération des actifs non rentables
- distribution des réserves et des cantonnements excédentaires
  - démantèlement de la bureaucratie
  - alignement de la politique de gestion aux conditions de marché les plus actuelles
  - économie sur les coûts et utilisation des synergies
  - progression des cours ou des dividendes

- désavantages: - perte sur les cours de l'acquéreur à cause du degré d'endettement relativement haut et de la progression du risque
- perte sur les cours des obligations d'acquéreur et acquis
  - perte de clients, fournisseurs ou collaborateurs importants
  - sensibilité aux crises accrue à cause de la diminution du dispositif des réserves
  - obligation de succès, objectif de rendement à court terme
  - perte de dynamisme à cause de problèmes d'intégration.

Au niveau macroéconomique, la prolifération des OPA peut avoir des effets négatifs. La diminution sensible de la poste épargne ainsi qu'un endettement progressif pourraient être des conséquences dangereuses pour les marchés financiers et l'économie en général. Le degré d'endettement des entreprises aux Etats Unis a en effet progressé considérablement. De 965 mrd de dollars en 1982 nous sommes passés à environ 1800 mrd, ce qui correspond à une augmentation de 32 à 37% par rapport au produit national brut<sup>238</sup>. Ceci pourrait causer des problèmes importants lors de récession soudaine accompagnée de taux d'intérêts élevés. La chaîne américaine de supermarché Safeway avait accepté en 1986 la proposition de rachat de KKR & Co pour 4,25 mrd de dollars. La société montrait un endettement de 5,75 mrd \$ après l'opé-

---

<sup>238</sup>cf. NZZ du 2.12.1988, p.33

ration. Grâce à la bonne conjoncture et à une vaste rationalisation, la dette a été réduite à 3 mrd \$. Le prix qu'il a fallu payer pour arriver à ce résultat a été la vente de plus de la moitié des supermarchés et le licenciement de près de 9000 employés<sup>239</sup>.

L'argument principal que l'acheteur proposera pour soutenir son offre sera essentiellement d'ordre financier: il offre un cours que le management de la société n'a pas su atteindre par la gestion. Il s'appuiera donc sur le mécontentement de l'actionnaire face à ses objectifs de rendement à court terme, et il essaiera pour sa part de les satisfaire avec une plus-value sur les cours. Il contestera ensuite l'information insuffisante de la part du management à propos de la gestion et de la substance de l'entreprise. C'est l'argument privilégié de l'acheteur lorsque le management conteste son prix<sup>240</sup>. Son but est de démontrer l'incapacité du management à gérer les ressources de l'entreprise de façon rentable, et par là de justifier son offre.

#### 5.3.1.2 Priaa da contrôla aur baaa dinamica

Une absorption industrielle s'opère normalement par une unité productive. Les objectifs de celle-ci peuvent être de constituer des synergies (par économie d'échelle; gestionnaires; par complémentarité; financières<sup>241</sup>) et/ou de diversifier. Le regroupement d'entreprises peut en effet augmenter les flux financiers et réduire ainsi le taux d'actualisation en raison du risque mineur. La sous-capitalisation peut déterminer le choix d'une société plutôt que d'une autre. L'offre publique d'achat peut se dérouler dans ce cas aussi bien de façon amicale qu'inamicale. La décision d'opérer une acquisition peut alors être motivée par des stratégies de marché ou des nécessités opérationnelles. Dans ce cas la société, en vue d'être acquise, peut atteindre pour l'acquéreur une valeur bien supérieure à la valeur de marché et

---

<sup>239</sup>cf. SHZ du 17.11.1988, p.17

<sup>240</sup>cf. Meeks, op.cit., p.95

<sup>241</sup>cf. Pene, op.cit., pp.22 s.

même à la valeur effective. Ceci se justifie par les expectatives de profits synergiques pour l'acquéreur.

Les tentatives de rachat de Hero par Jacobs, de Usego par Denner, de Konsumverein par Coop ou de Sterling Drug par Hoffmann-La Roche, avaient toutes des connotations inamicales et ont toutes abouti à un échec. L'acquisition de Rowntree par Nestlé, basée sur des tractations avec le management anglais, a conduit à un succès.

La connotation amicale est fondamentale pour ce type d'acquisition. Dans le cas inverse, d'importants problèmes pourraient surgir, à savoir l'intégration des collaborateurs et surtout l'implantation du concept et de la philosophie d'entreprise.

Le profit tiré de ces acquisitions se joue sur l'efficacité du marché. En présence d'un marché efficient, les effets de synergie seraient anticipés si rapidement que les cours suraient atteint leur niveau d'équilibre avant que tout investisseur ait pu en profiter<sup>242</sup>. Dans la réalité, ces expectatives ne se réalisent ni totalement et ni si rapidement. En l'absence de ces anticipations, l'acheteur pourra profiter d'un prix favorable selon le degré de justesse de ses expectatives synergiques. En l'absence d'effets de synergie, la valeur du nouveau regroupement équivaldra à la somme de deux capitalisations boursières et le nouveau PER sera la résultante du rapport de celle-ci sur la somme des bénéfices des deux entreprises. Mais il suffit d'employer les capacités d'endettement latentes, qui se créent à la suite du regroupement, afin d'optimiser l'effet de levier, de faire progresser la rentabilité et les bénéfices par action, et donc de diminuer le risque. Ceux qui auront su anticiper un tel effet bénéficieront de la plus-value correspondante.

En conclusion, nous pouvons affirmer que la sous-capitalisation d'une entreprise vouée à des objectifs industriels, n'est pas déterminante dans le choix. Elle concourt cependant à la prise d'une telle décision, en tant qu'élément de base.

---

<sup>242</sup>cf. Pene, op.cit., p.27

### 5.3.2 L'effet de l'acquisition sur la capitalisation boursière

L'actionnaire est en fin de compte celui qui détermine le succès ou l'échec d'une acquisition par le biais de l'offre publique. C'est lui qui doit décider si la plus-value immédiate qui lui est offerte compense suffisamment les perspectives de rendement à plus long terme qu'il perdrait en choisissant de vendre les titres en sa possession.

Il serait toutefois incomplet de s'occuper seulement de l'actionnaire de la société à acquérir. Pour juger si une acquisition produit une augmentation réelle de la valeur des actionnaires, il faut considérer également les effets qu'une telle opération produit sur les actionnaires de l'acheteur.

Nous avons déjà pu noter que s'il y avait un marché efficient, les effets provoqués en principe par l'acquisition sont anticipés par le marché, et il n'y aurait donc pas de gain pour le spéculateur. L'imperfection des marchés ainsi que des imprécisions à propos des expectatives donnent une approche différente du nouveau cours d'équilibre.

#### 5.3.2.1 L'effet sur la capitalisation boursière de la société acquise

Pour analyser correctement les plus-values engendrées par une acquisition, il faut isoler toute variation causée par des événements en rapport avec l'opération de toute autre intervention exogène (propre au marché).

De la formule de base du portefeuille du marché<sup>243</sup>:

$$R_t = \alpha_t + (\beta_t \times R_m) + \epsilon_t$$

où:  $R_t$  = revenu journalier sur le titre t au jour j

$R_m$  = revenu journalier du marché au jour j

$\beta_t$  = facteur beta =  $\text{cov}(R_t, R_m) / \text{var}(R_m)$

$\alpha_t$  = facteur alpha = valeur attendue de  $(R_t - \beta \times R_m)$

---

<sup>243</sup>cf. Huang/Walking, Target abnormal return, pp. 337 s.

$\epsilon_t$  = erreur du model sur le titre t, avec un rendement = 0

nous dérivons la formule:

$$AR_t = R_t - (\alpha_t + \beta_t \times R_m)$$

où:  $AR_t$  = revenu anormal du titre t au jour j.

D'autres distinctions sont à faire entre l'offre publique d'achat et l'acquisition normale, en présence de résistance du management ou non, et par type de paiement, s'il s'agit d'une offre en liquide ou bien en titres.

Une étude<sup>244</sup>, basée sur 204 acquisitions aux Etats Unis entre avril 1977 et septembre 1982, a démontré que l'actionnaire de la société acquise recevait des plus-values importantes lorsque:

- l'acquisition se faisait sur la base d'une offre publique d'achat;
- le management montrait une certaine résistance;
- l'offre était proposée en liquide.

L'analyse se déroulait sur la base des 50 jours précédant et suivant l'annonce de l'opération dans la presse financière.

La moyenne pondérée entre les différents types d'acquisitions montre, jusqu'au jour -3 (0 étant le jour d'annonce), une plus-value cumulée moyenne de 9,1%, ce qui est représenté par un revenu anormal journalier inférieur à 0,3% jusqu'au jour -8, et inférieur à 1% jusqu'au jour -3. Entre le jour -2 et l'annonce, le revenu cumulé se monte à 26,4%. Dès l'annonce jusqu'au jour 50, cette plus-value se réduit de 1,8% pour arriver à une plus-value cumulée de 30,9% sur les 100 jours.

En suivant les distinctions opérées précédemment, nous trouvons les revenus anormaux cumulatifs entre le jour -2 et le jour 0 suivants:

---

<sup>244</sup>cf. Huang/Walking, op.cit., pp. 340-348

- \* 27,5% pour les offres publiques d'achat  
22,6% pour les acquisitions pures
  
- \* 29,3% pour les offres sur base liquide  
14,4% pour les susmentionnées en échange de titres
  
- \* 28,3% pour les offres inamicales (avec résistance du management)  
22,6% pour les offres amicales.

Une différence de revenus anormaux peut également provenir du succès ou de l'insuccès d'une offre d'achat<sup>245</sup>. Dans les 653 cas considérés dans cette étude, où l'opération s'est conclue avec succès, nous obtenons un revenu anormal moyen de 29,09%. Pour les 283 offres publiques qui ont abouti à un échec, le revenu anormal a été de 35,17%. Dans ces cas, le procédé typique se résume ainsi: le cours commence à chuter dès que le marché suspecte l'insuccès de l'offre; la chute définitive se produira lors de l'annonce de l'échec et prouvera la capacité de correction rapide du marché<sup>246</sup>.

Le détenteur du titre d'une société visée par une offre publique d'achat peut aussi profiter des surenchères sur ses titres, dues à l'intervention d'autres intéressés à l'acquisition. Voilà pourquoi nombre d'actionnaires attendent le dernier délai de l'offre pour profiter de meilleures plus-values.

Dans le leveraged buyout de RJR Nabisco, la première offre du management proposait une prime de 34% (75\$ par titre et la cotation avant la proposition de rachat était de 56\$). KKR & Co ont ensuite proposé un prix de 94\$, qui a été ensuite dépassé de 100\$ par la surenchère du management. KKR & Co ont enfin réussi en offrant 109\$, après qu'une offre ultérieure se montant à 118\$, émanant d'investisseurs privés, n'ait pas été jugée

---

<sup>245</sup>cf. Jensen/Ruback, The market for corporate control, pp.5-50

<sup>246</sup>cf. Fabozzi/Ferri/Tucker, Unsuccessful Tender Offer, p.1281 avec des exemples récents; voir aussi 5.3.2.3 le cas de Hero-Jacobs

crédible<sup>247</sup>.

En Suisse nous avons assisté à un scénario similaire lors de l'offre publique d'achat inamicale sur la compagnie d'assurances "La Suisse". Après avoir été cotée à 3500 Fr. à la fin 1987 et être restée en dessous des 4000 Fr. durant le premier trimestre '88, cette société a été sujette à une première offre de 7200 Fr. au début du mois de juillet. Quelques jours plus tard seulement Saurer Holding offrait 10000 Fr. pour ces mêmes titres. Avant la fin du mois, Rentenanstalt est parvenue à racheter les titres à 12000 Fr., après une surenchère à 14000 Fr. de la part de Saurer<sup>248</sup>. Les titres étaient donc offerts à un cours 3,5 fois supérieur à celui des trois mois précédents.

Les plus-values offertes aux actionnaires sont considérables, et, si nous nous appuyons sur une progression toujours plus grande de l'actionnaire en quête de gains à court terme, elles sont en mesure de modifier la structure de propriété de l'entreprise. Nous constatons donc une augmentation des valeurs de l'actionnaire de la société visée en cas d'offre publique d'achat.

#### 5.3.2.2 L'effet sur la capitalisation boursière de l'acheteur

La sous-capitalisation n'est pas seulement une priorité des sociétés ciblées par une offre publique d'achat, mais peut aussi être la caractéristique de l'acheteur. Généralement, il est reconnu que les managers de l'acheteur procéderont à l'acquisition par le biais d'une offre d'échange de titres s'ils estiment que leur société est surévaluée, et présenteront une offre en liquide si au contraire elle est sous-capitalisée. Pour cette raison, une offre publique d'achat "liquide" est une bonne nouvelle pour le marché et par contre une offre publique d'échange s'avère être une mauvaise nouvelle<sup>249</sup>.

Une étude, basée d'une part sur 60 sociétés qui ont proposé avec

---

<sup>247</sup>cf. Time du 5.12.1988, pp. 40-44 et NZZ du 2.12.1988, p.33

<sup>248</sup>cf. FuW du 30.7.1988, p.13 et NZZ du 30/31.7.1988, p.29

<sup>249</sup>cf. Travlos, Corporate takeover bids, p.944

succès une offre d'échange de titres, et d'autre part sur 100 sociétés qui ont proposé avec succès une offre "liquide" entre 1972 et 1981, a donné les résultats suivants<sup>250</sup>:

- les actionnaires des sociétés qui ont procédé à des offres publiques d'échange doivent supporter des moins-values. Cumulativement, entre les jours -10 et +10 à partir de la date d'annonce de l'offre, la perte est de 1,6% et entre les jours -2 et +2 la moins-value est de 1,44%.

- Les actionnaires de la société opérant une offre liquide bénéficient d'un revenu normal sur les titres, sans évolution extraordinaire. Les données particulières montrent une évolution anormale cumulée de -0,12% sur les vingt jours considérés, et +0,56% entre le jour -2 et +2.

Parallèlement, 12 offres d'échange et 47 offres "liquides" qui n'ont pas été couronnés de succès montrent les caractéristiques suivantes:

- les titres d'une société qui a opéré une offre publique d'échange sans succès subissent une moins-value cumulée de -3,96% entre les jours -5 et +5 à partir de la date d'annonce de l'opération. Entre le jour précédant l'annonce et le jour même de l'annonce, cette moins-value atteint 4,01%, ce qui laisse supposer que le marché anticipe tout de suite l'éventualité d'un échec.

- Dans les cas d'une offre "liquide", il ne se produit qu'une évolution anormale négligeable (-0,15% cumulée sur les 10 jours).

Dans ce cas nous constatons une différence significative entre offre d'échange et "liquide", en particulier le jour précédent et le jour même de l'annonce. Au jour -1 cette différence est de

---

<sup>250</sup>cf. Travlos, op.cit., p.951

-2,06%, et le jour 0 de -2,4%, ce qui confirme la pénalisation des actionnaires de la société offrant un échange de ses titres.

Il est intéressant de noter que les cas d'offres "liquides", par le biais desquelles sont normalement réalisées les acquisitions inamicales, ne dénotent généralement pas d'évolution anormale négative, même si elles ont des primes d'acquisition supérieures. Le contraire est aussi étonnant pour les offres publiques d'échange, qui se déroulent normalement sur une base amicale et donc avec des primes inférieures, qui montrent des effets négatifs plus importants.

Il est aussi difficile pour le management acquéreur de justifier, dans le court terme, une opération d'acquisition. Il serait faux d'interpréter une telle évolution des titres de l'acquéreur comme le fait que le marché ait déjà anticipé les effets synergiques futurs. Il est plus juste d'affirmer que, sur un marché où les investisseurs institutionnels sont détenteurs de parties toujours plus importantes du capital, une motivation de longue période, telle que les bénéfices d'effets synergiques, se trouve remplacée plutôt par des considérations de rendement sur le titre à court terme.

Les effets considérés dans ce paragraphe nous amènent à conclure en paraphrasant Churchill: "Shareholders are the most important constituency in an acquisition, except (for) all the others"<sup>251</sup>.

### 5.3.2.3 La tentative de rachat inamicale de Jacobs-Suchard sur Hero

Vu la pauvreté d'exemples d'acquisitions sur le marché suisse, il est difficile d'établir une analyse statistique valable, du point de vue empirique, telle que les précédentes. Cependant nous tenons à présenter le cas de la tentative de rachat inamicale de Jacobs-Suchard sur Hero en janvier 1987, et ainsi confronter les évolutions boursières de ces deux sociétés aux résultats présentés auparavant.

---

<sup>251</sup>cf. Haepenlagh/Jerwison, op.cit., p.4

Il a été reconnu<sup>252</sup> que Jacobs essayait, par le biais de cette opération, de rendre publique la société Colima au moyen du procédé appelé "reverse takeover"<sup>253</sup>. Ce procédé consiste en:

1. Acquisition d'un portefeuille de contrôle d'une société cotée en bourse et dotée d'un actionnariat très dispersé (dans ce cas Hero) par le propriétaire unique d'une société privée (la Colima Holding).
2. Opérer l'absorption de la société privée en question par l'échange de titres.
3. Assurer, par une augmentation du capital réservée aux actionnaires présents, un rapport de pouvoir dans la nouvelle société, et disposer ainsi de la gestion.

Suite à la réaction du management, l'opération a pris peu après des allures de "greenmailing".

Le déroulement de l'opération peut être reconstruit ainsi:

- Septembre 1986: le conseil d'administration et la direction générale de Hero décident d'entâmer des dispositifs de défense en conséquence de la forte sous-évaluation des titres de la société sur le marché.

- Octobre-début janvier: Jacobs achète secrètement 30% (20 milles actions porteurs et 30 milles nominatives) du capital-action de Hero<sup>254</sup>.

- 12.1.1987: on admet qu'une tentative de rachat sur les titres de Hero est en cours<sup>255</sup>.

- 14.1.1987: la transaction des titres de Hero est suspendue à

---

<sup>252</sup>cf. NZZ du 16.1.1987, p.17

<sup>253</sup>cf. Meeks, op.cit, pp.34-37

<sup>254</sup>cf. NZZ du 16.1.1987, p.17

<sup>255</sup>cf. NZZ du 13.1.1987, p.15

cause de fortes spéculations<sup>256</sup>.

- 15.1.1987: Jacobs confirme son intention de racheter Hero sur le marché et d'opérer ainsi un reverse take over<sup>257</sup>.

- 26-27.1.1987: après diverses tractations, 90 minutes avant la Conférence de presse, le management de Hero, par le biais de la société FIMAG, parvient à racheter le portefeuille en possession de Jacobs<sup>258</sup>. Le prix du rachat de 30'000 actions nominatives et de 20'000 actions porteur (ce qui correspond à plus de 50% des droits de vote) se chiffre à Fr. 125 Mio.

- Le 20 janvier, Jacobs procède à une augmentation de capital de 66,8 millions, dont 25 sont réservés à de futures opérations. Les cours maximal/minimal des droits de souscription ont été de 400/340 pour les porteurs, et 85/71 pour les nominatives. Ces données sont importantes dans l'analyse des cours, en particulier après le 26 janvier. A cette date, les cours des droits de souscription étaient à leur maximum.

Dans l'analyse des revenus anormaux des titres des deux sociétés, le jour 0 est le 12 janvier, moment où la tentative de rachat est en cours. Nous analysons l'évolution des cours à partir de 15 jours avant (jours de cotation) jusqu'à 30 jours après l'annonce. Vu la suspension des transactions des titres de Hero pendant deux jours et le manque de cotations de Jacobs pendant deux jours, l'analyse s'effectue sur la base de 32 jours, soit jusqu'au 25 février.

---

<sup>256</sup>cf. NZZ du 15.1.1987, p.19

<sup>257</sup>cf. NZZ du 16.1.1987, p.17

<sup>258</sup>cf. NZZ du 28.1.1987, p.17

Table A: course des titres et de l'indice du marché

jour	Hero p	Hero nom	Jacobs p	Jacobe n	marché
-15	3400	1030	8800	1900	679.2
-14	3400	1030	8700	1850	673.8
-13	3420	1030	8700	1850	674.3
-12	3475	1030	8800	1850	673.4
-11	3525	1030	8750	1800	670.7
-10	3500	1035	8825	1780	671.0
-9	3500	1030	9000	1760	673.2
-8	3450	1030	9000	1750	674.4
-7	3425	1030	9025	1800	676.4
-6	3425	1030	9025	1840	677.6
-5	3425	1040	9100	1850	688.2
-4	3490	1040	9125	1850	692.1
-3	3500	1040	9025	1850	687.1
-2	3675	1100	9025	1775	686.2
-1	3950	1300	8750	1750	679.2
0	4325	1710	8650	1740	672.6
1	4050	1425	8700	1740	671.7
2	susp	susp	8750	1740	668.8
3	susp	susp	8900	1760	671.8
4	4400	1600	8825	1780	674.3
5	4420	1650	8750	1750	663.8
6	4380	1650	8875	1780	668.5
7	4400	1650	8725	1780	668.8
8	4500	1675	8550	1770	663.8
9	4650	1820	8600	1770	668.3
10	4500	1800	8175	1680	665.6
11	3650	1150	8150	1680	662.0
12	4100	1225	8000	1650	647.6
13	4200	1275	7975	1600	652.2
14	4150	1275	8000	1600	655.7
15	4100	1275	8100	1625	657.3
16	4050	1275	8150	1630	648.1
17	4000	1250	8050	1630	646.3
18	4000	1250	7900	1630	639.4
19	3975	1225	8000	1630	644.5
20	3950	1200	7950	1670	647.8
21	3900	1200	pd	pd	641.7
22	3950	1200	pd	pd	641.3
23	3925	1200	8000	1680	642.9
24	3925	1200	8075	1685	647.7
25	3900	1200	8125	1695	644.7
26	3900	1200	8100	1670	644.5
27	3900	1225	8125	1700	642.0
28	3950	1200	8100	1680	647.3
29	3900	1200	8100	1650	635.2
30	3850	1200	7900	1580	618.3
31	3825	1200	7925	1570	619.6
32	4100	1250	7950	1600	628.3
33	4225	1350	7925	1590	632.2
34	4350	1400	7950	1625	627.8

Tabelle 8: variation des cours

jour	variation Héro p	variation Héro n	variation Jacoba p	variation Jacobs n	variation marché
-15					
-14	0.00%	0.00%	(1.14%)	(2.63%)	(0.80%)
-13	0.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.07%
-12	1.61%	0.00%	1.15%	0.00%	(0.13%)
-11	1.44%	0.00%	(0.57%)	(2.70%)	(0.40%)
-10	(0.71%)	0.49%	0.86%	(1.11%)	0.04%
-9	0.00%	(0.48%)	1.98%	(1.12%)	0.33%
-8	(1.43%)	0.00%	0.00%	(0.57%)	0.18%
-7	(0.72%)	0.00%	0.28%	2.86%	0.30%
-6	0.00%	0.00%	0.00%	2.22%	0.18%
-5	0.00%	0.97%	0.83%	0.54%	1.56%
-4	1.90%	0.00%	0.27%	0.00%	0.57%
-3	0.29%	0.00%	(1.10%)	0.00%	(0.72%)
-2	5.00%	5.77%	0.00%	(4.05%)	(0.13%)
-1	7.48%	18.18%	(3.05%)	(1.41%)	(1.02%)
0	9.49%	31.54%	(1.14%)	(0.57%)	(0.97%)
1	(6.36%)	(16.67%)	0.58%	0.00%	(0.13%)
2	-	-	0.57%	0.00%	(0.43%)
3	-	-	1.71%	1.15%	0.45%
4	8.64%	12.28%	(0.84%)	1.14%	0.37%
5	0.45%	3.13%	(0.85%)	(1.69%)	(1.56%)
6	(0.90%)	0.00%	1.43%	1.71%	0.71%
7	0.46%	0.00%	(1.69%)	0.00%	0.04%
8	2.27%	1.52%	(2.01%)	(0.56%)	(0.75%)
9	3.33%	8.66%	0.58%	0.00%	0.68%
10	(3.23%)	(1.10%)	(4.94%)	(5.08%)	(0.40%)
11	(18.89%)	(36.11%)	(0.31%)	0.00%	(0.54%)
12	12.33%	6.52%	(1.84%)	(1.79%)	(2.18%)
13	2.44%	4.08%	(0.31%)	(3.03%)	0.71%
14	(1.19%)	0.00%	0.31%	0.00%	0.54%
15	(1.20%)	0.00%	1.25%	1.56%	0.24%
16	(1.22%)	0.00%	0.62%	0.31%	(1.40%)
17	(1.23%)	(1.96%)	(1.23%)	0.00%	(0.28%)
18	0.00%	0.00%	(1.86%)	0.00%	(1.07%)
19	(0.63%)	(2.00%)	1.27%	0.00%	0.80%
20	(0.63%)	(2.04%)	(0.63%)	2.45%	0.51%
21	(1.27%)	0.00%	-	-	(0.94%)
22	1.28%	0.00%	-	-	(0.06%)
23	(0.63%)	0.00%	0.63%	0.60%	0.25%
24	0.00%	0.00%	0.94%	0.30%	0.75%
25	(0.64%)	0.00%	0.62%	0.59%	(0.46%)
26	0.00%	0.00%	(0.31%)	(1.47%)	(0.03%)
27	0.00%	2.08%	0.31%	1.80%	(0.39%)
28	1.28%	(2.04%)	(0.31%)	(1.18%)	0.83%
29	(1.27%)	0.00%	0.00%	(1.79%)	(1.87%)
30	(1.28%)	0.00%	(2.47%)	(4.24%)	(2.66%)
31	(0.65%)	0.00%	0.32%	(0.63%)	0.21%
32	7.19%	4.17%	0.32%	1.91%	1.40%
33	3.05%	8.00%	(0.31%)	(0.63%)	0.62%
34	2.96%	3.70%	0.32%	2.20%	(0.70%)

Tabelle C: variation après considération des  $\beta$

jour	$\beta$ Hero p x var. marché	$\beta$ Hero a x var. marché	$\beta$ Jacobs p x var. marché	$\beta$ Jacobs n x var. marché
-15				
-14	(0.56%)	(0.58%)	(0.67%)	(0.47%)
-13	0.05%	0.05%	0.06%	0.04%
-12	(0.09%)	(0.10%)	(0.11%)	(0.08%)
-11	(0.26%)	(0.29%)	(0.34%)	(0.24%)
-10	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%
-9	0.23%	0.24%	0.27%	0.19%
-8	0.13%	0.13%	0.15%	0.11%
-7	0.21%	0.22%	0.25%	0.18%
-6	0.12%	0.13%	0.15%	0.11%
-5	1.10%	1.15%	1.31%	0.93%
-4	0.40%	0.42%	0.47%	0.34%
-3	(0.51%)	(0.53%)	(0.61%)	(0.43%)
-2	(0.09%)	(0.10%)	(0.11%)	(0.08%)
-1	(0.72%)	(0.75%)	(0.85%)	(0.60%)
0	(0.68%)	(0.71%)	(0.81%)	(0.58%)
1	(0.09%)	(0.10%)	(0.11%)	(0.08%)
2	(0.30%)	(0.32%)	(0.36%)	(0.26%)
3	0.32%	0.33%	0.38%	0.27%
4	0.26%	0.27%	0.31%	0.22%
5	(1.10%)	(1.14%)	(1.30%)	(0.92%)
6	0.50%	0.52%	0.59%	0.42%
7	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%
8	(0.53%)	(0.55%)	(0.63%)	(0.44%)
9	0.48%	0.50%	0.57%	0.40%
10	(0.28%)	(0.30%)	(0.34%)	(0.24%)
11	(0.36%)	(0.40%)	(0.45%)	(0.32%)
12	(1.53%)	(1.60%)	(1.82%)	(1.29%)
13	0.50%	0.52%	0.60%	0.42%
14	0.38%	0.39%	0.45%	0.32%
15	0.17%	0.18%	0.20%	0.14%
16	(0.99%)	(1.03%)	(1.17%)	(0.83%)
17	(0.20%)	(0.20%)	(0.23%)	(0.16%)
18	(0.75%)	(0.78%)	(0.89%)	(0.63%)
19	0.56%	0.59%	0.67%	0.47%
20	0.36%	0.38%	0.43%	0.30%
21	(0.66%)	(0.69%)	(0.79%)	(0.56%)
22	(0.04%)	(0.05%)	(0.05%)	(0.04%)
23	0.18%	0.18%	0.21%	0.15%
24	0.53%	0.55%	0.63%	0.44%
25	(0.33%)	(0.34%)	(0.39%)	(0.27%)
26	(0.02%)	(0.02%)	(0.03%)	(0.02%)
27	(0.27%)	(0.29%)	(0.33%)	(0.23%)
28	0.58%	0.61%	0.69%	0.49%
29	(1.32%)	(1.37%)	(1.57%)	(1.11%)
30	(1.87%)	(1.96%)	(2.23%)	(1.58%)
31	0.15%	0.15%	0.18%	0.12%
32	0.99%	1.03%	1.18%	0.83%
33	0.44%	0.46%	0.52%	0.37%
34	(0.49%)	(0.51%)	(0.58%)	(0.41%)

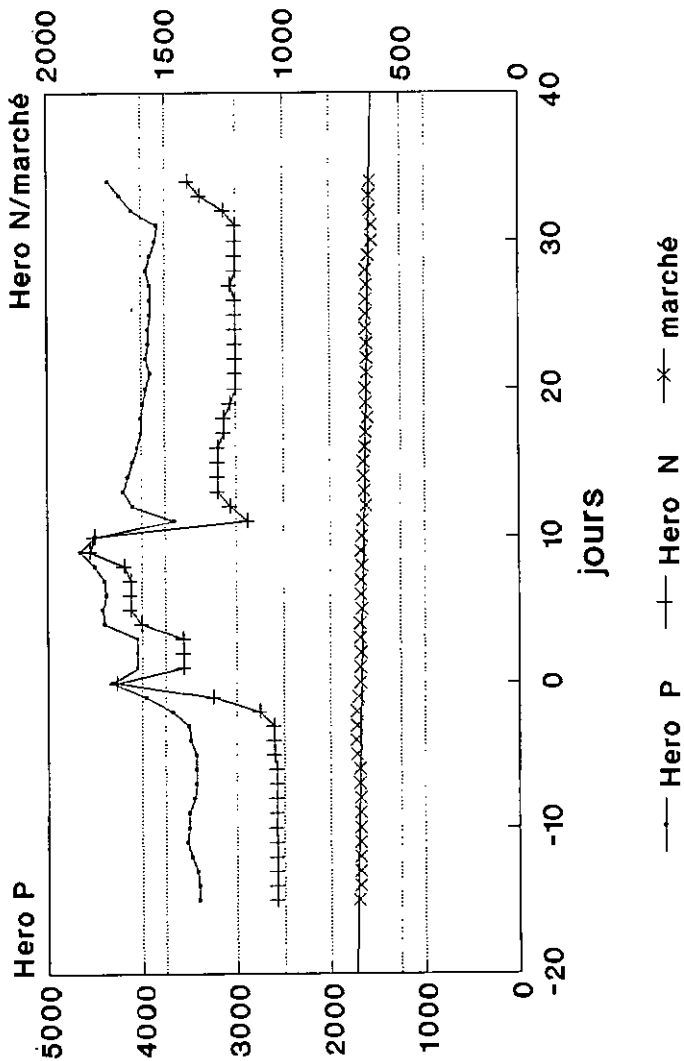
Tableaux D: variations anormales

jour	Hero p	Hero n	Jacobs p	Jacobs n
-15				
-14	0.56%	0.58%	(0.47%)	(2.16%)
-13	0.54%	(0.05%)	(0.06%)	(0.04%)
-12	1.70%	0.10%	1.26%	0.08%
-11	1.72%	0.29%	(0.23%)	(2.46%)
-10	(0.74%)	0.45%	0.82%	(1.14%)
-9	(0.23%)	(0.72%)	1.71%	(1.32%)
-8	(1.55%)	(0.13%)	(0.15%)	(0.67%)
-7	(0.93%)	(0.22%)	0.03%	2.68%
-6	(0.12%)	(0.13%)	(0.15%)	2.12%
-5	(1.10%)	(0.18%)	(0.48%)	(0.38%)
-4	1.50%	(0.42%)	(0.20%)	(0.34%)
-3	0.80%	0.53%	(0.49%)	0.43%
-2	5.09%	5.87%	0.11%	(3.98%)
-1	8.20%	18.93%	(2.19%)	(0.80%)
0	10.18%	32.25%	(0.33%)	0.00%
1	(6.26%)	(16.57%)	0.69%	0.08%
2	-	-	0.94%	0.26%
3	-	-	1.34%	0.88%
4	8.38%	12.01%	(1.15%)	0.92%
5	1.55%	4.27%	0.46%	(0.76%)
6	(1.40%)	(0.52%)	0.84%	1.29%
7	0.43%	(0.03%)	(1.73%)	(0.03%)
8	2.80%	2.06%	(1.38%)	(0.12%)
9	2.86%	8.16%	0.02%	(0.40%)
10	(2.94%)	(0.80%)	(4.60%)	(4.85%)
11	(18.51%)	(35.71%)	0.15%	0.32%
12	13.86%	8.12%	(0.02%)	(0.50%)
13	1.94%	3.56%	(0.91%)	(3.45%)
14	(1.57%)	(0.39%)	(0.14%)	(0.32%)
15	(1.38%)	(0.18%)	1.05%	1.42%
16	(0.23%)	1.03%	1.79%	1.14%
17	(1.04%)	(1.76%)	(0.99%)	0.16%
18	0.75%	0.78%	(0.97%)	0.63%
19	(1.19%)	(2.59%)	0.60%	(0.47%)
20	(0.99%)	(2.42%)	(1.05%)	2.15%
21	(0.60%)	0.69%	-	-
22	1.33%	0.05%	-	-
23	(0.81%)	(0.18%)	0.42%	0.45%
24	(0.53%)	(0.55%)	0.31%	(0.15%)
25	(0.31%)	0.34%	1.01%	0.87%
26	0.02%	0.02%	(0.28%)	(1.46%)
27	0.27%	2.37%	0.63%	2.03%
28	0.70%	(2.65%)	(1.00%)	(1.67%)
29	0.05%	1.37%	1.57%	(0.68%)
30	0.59%	1.96%	(0.24%)	(2.66%)
31	(0.80%)	(0.15%)	0.14%	(0.76%)
32	6.20%	3.13%	(0.86%)	1.08%
33	2.61%	7.54%	(0.83%)	(0.99%)
34	3.45%	4.22%	0.90%	2.61%

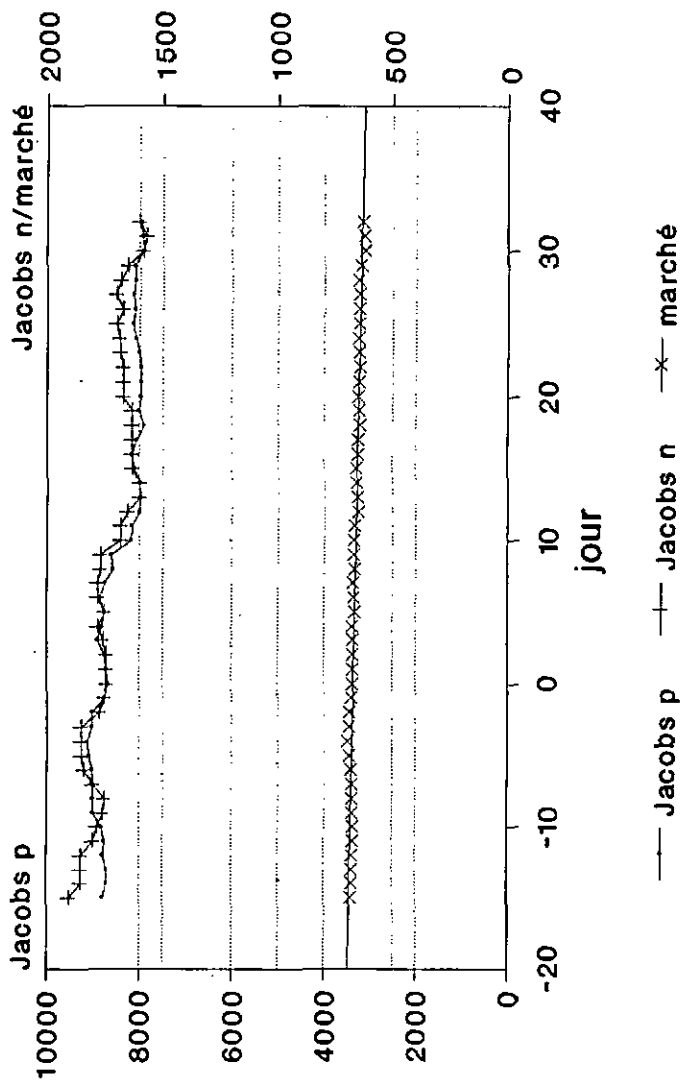
Tablelle E: variations enormeles cumulées

jour	Hero p	Hero n	Jacobs p	Jacobs n	marohé
-15					
-14	0.56%	0.58%	(0.47%)	(2.16%)	(0.80%)
-13	1.10%	0.53%	(0.53%)	(2.20%)	(0.72%)
-12	2.80%	0.63%	0.73%	(2.12%)	(0.06%)
-11	4.52%	0.92%	0.50%	(4.59%)	(0.53%)
-10	3.78%	1.38%	1.32%	(5.73%)	(0.36%)
-9	3.55%	0.65%	3.02%	(7.05%)	0.37%
-8	1.99%	0.52%	2.88%	(7.72%)	0.51%
-7	1.06%	0.30%	2.90%	(5.04%)	0.47%
-6	0.94%	0.17%	2.76%	(2.92%)	0.47%
-5	(0.17%)	(0.01%)	2.28%	(3.31%)	1.74%
-4	1.33%	(0.42%)	2.08%	(3.64%)	2.13%
-3	2.13%	0.11%	1.59%	(3.21%)	(0.16%)
-2	7.22%	5.97%	1.70%	(7.19%)	(0.85%)
-1	15.42%	24.90%	(0.50%)	(7.99%)	(1.15%)
0	25.60%	57.16%	(0.83%)	(7.99%)	(1.99%)
1	19.33%	40.59%	(0.14%)	(7.91%)	(1.11%)
2	19.33%	40.59%	0.80%	(7.65%)	(0.57%)
3	19.33%	40.59%	2.14%	(6.77%)	0.02%
4	27.71%	52.60%	0.98%	(5.85%)	0.82%
5	29.27%	56.87%	1.44%	(6.62%)	(1.19%)
6	27.86%	56.35%	2.28%	(5.32%)	(0.85%)
7	28.29%	56.31%	0.55%	(5.35%)	0.75%
8	31.09%	58.38%	(0.83%)	(5.47%)	(0.70%)
9	33.94%	66.54%	(0.82%)	(5.87%)	(0.07%)
10	31.00%	65.73%	(5.42%)	(10.71%)	0.27%
11	12.49%	30.02%	(5.27%)	(10.39%)	(0.94%)
12	26.35%	38.14%	(5.29%)	(10.89%)	(2.72%)
13	28.29%	41.70%	(6.20%)	(14.34%)	(1.46%)
14	26.72%	41.31%	(6.33%)	(14.66%)	1.25%
15	25.35%	41.13%	(5.29%)	(13.24%)	0.78%
16	25.11%	42.15%	(3.50%)	(12.10%)	(1.16%)
17	24.07%	40.40%	(4.49%)	(11.94%)	(1.68%)
18	24.83%	41.18%	(5.46%)	(11.30%)	(1.35%)
19	23.64%	38.60%	(4.86%)	(11.78%)	(0.27%)
20	22.65%	36.18%	(5.92%)	(9.63%)	1.31%
21	22.05%	36.87%	(5.92%)	(9.63%)	(0.43%)
22	23.37%	36.92%	(5.92%)	(9.63%)	(1.00%)
23	22.56%	36.73%	(5.50%)	(9.18%)	0.19%
24	22.04%	36.19%	(5.18%)	(9.32%)	1.00%
25	21.73%	36.53%	(4.18%)	(8.45%)	0.28%
26	21.75%	36.55%	(4.46%)	(9.91%)	(0.49%)
27	22.02%	38.92%	(3.83%)	(7.88%)	(0.42%)
28	22.72%	36.27%	(4.82%)	(9.55%)	0.44%
29	22.77%	37.64%	(3.26%)	(10.23%)	(1.04%)
30	23.36%	39.60%	(3.50%)	(12.89%)	(4.53%)
31	22.57%	39.44%	(3.36%)	(13.65%)	(2.45%)
32	28.77%	42.58%	(4.22%)	(12.57%)	1.61%
33	31.38%	50.12%	(5.05%)	(13.56%)	2.02%
34	34.83%	54.34%	(4.15%)	(10.95%)	(0.08%)

# Evolution des cours Hero



# Evolution des cours Jacobs



Le tableau A montre les cours des titres considérés ainsi que l'indice général SBS<sup>259</sup>. Les jours 2 et 3 ont vu les cours de Hero suspendus; les cours de Jacobs n'avaient pas été publiés les 21ème et 22ème jours.

Le tableau B montre les variations des cours par rapport à la cotation précédente.

Le tableau C est le résultat de la multiplication de la variation de l'indice de marché avec le beta relatif à chaque titre. Les valeurs des betas en fin 1986 début 1987 étaient les suivantes<sup>260</sup>:

- Hero nominative: 0,735
- Hero porteur: 0,704
- Jacobs nominative: 0,593
- Jacobs porteur: 0,838

Le tableau D présente les revenus anormaux quotidiens pour chaque titre et se calculent par la soustraction des données du tableau C de celles du tableau B.

Le tableau E présente les revenus anormaux cumulés.

Les résultats de cette analyse confirment les constatations faites auparavant.

Jusqu'au jour -3 les titres de Hero ont dépassé très rarement la marge de variation anormale journalière de 1,5%. Entre le jour -2 et la suspension de cotation, les variations ont été très importantes et les cours ont varié anormalement de plus de 19% pour le titre porteur et de plus de 40% pour le titre nominatif. Il est aussi intéressant de noter qu'après l'accord survenu entre les parties en cause (jour 12), la variation anormale des cours a été de -18,5% pour la porteur, et de -37,5% pour la nominative. Cumulativement sur les 45 jours considérés, les titres de Hero ont dénoté des revenus anormaux de 28,8% pour la porteur, et de 42,6% pour la nominative.

---

<sup>259</sup>Nous avons considéré les cours publiés par la NZZ

<sup>260</sup>source: Datastream

Les cours de Jacobs, au contraire, ont été caractérisés cumulativement jusqu'au jour -3 par une variation anormale de 1,6% pour la porteur et de -3,2% pour la nominative. Ceci peut s'expliquer par les propositions d'augmentation de capital à laquelle Jacobs a procédé vers la fin janvier. Il est intéressant de noter qu'entre les jours -2 et +2 ces titres ont connu une perte de 1% pour la porteur, et de 4,5% pour la nominative. Après l'accord passé avec le management de Hero, les cours de Jacobs n'ont pas subi de variation significative. Il est difficile de trouver une valeur précise de la variation cumulée réalisée par l'effet de la tentative de rachat, en raison de l'augmentation de capital survenue presque en même temps. Nous pouvons toutefois l'établir aux alentours de -1% pour la porteur et de -5% pour la nominative.

Le cas de Hero s'est conclu par un management buyout (MBO) partiel. Les membres de la direction générale détiennent, par le biais de la FIMAG, plus de 50% des droits de vote. Six investisseurs institutionnels proches du management détiennent chacun un minimum de 3% des droits de vote. Cette situation permet au management de gérer et de contrôler aisément la société.

#### 5.3.2.4 Les obligataires

Même s'ils jouent un rôle de spectateurs dans le processus d'acquisition, les obligataires subissent d'importantes conséquences à la suite de ces opérations. De par les leveraged buyout, la société supporte un endettement considérable, ce qui engendre une augmentation sensible du risque. Les titres de propriété étant stimulés par la spéculation, ils ne subissent aucune contraction en raison de l'augmentation prévue des capitaux tiers. Au contraire, ces titres serviront de garantie lors d'une nouvelle recherche de fonds.

Les obligataires sont les plus exposés aux conséquences d'une augmentation du risque. Les cours des titres obligataires subissent des baisses considérables, déjà pendant le déroulement de l'offre de rachat, avant que la société soit chargée d'endettements ultérieurs.

L'emprunt 5 3/8 % 1985/2000 en francs suisses de RJR Nabisco,

après avoir atteint un maximum de 103,25% pendant l'année, a chuté à 89,5 points au mois de novembre 1988, à savoir pendant le conflit pour le rachat de la société, en laissant des doutes sur la possibilité de remboursement anticipé<sup>261</sup>. Avec un chiffre d'affaires de 16 mrd \$ et un endettement de 5,1 mrd, cette société a dû assumer 20 mrd \$ supplémentaires d'endettement, ce qui a provoqué globalement une perte entre 10 et 20 % sur les cours des obligations<sup>262</sup>. Des pertes de 10-20 points ont été constatées dans les acquisitions récentes, ainsi qu'un important affaiblissement de la liquidité du marché<sup>263</sup>.

Dans le cas d'une offre publique d'échange, la situation est inverse. Il est reconnu que dans un tel cas le bien-être des actionnaires s'en va vers les titulaires d'obligations<sup>264</sup>.

### 5.3.3 Le management

L'expérience des dernières années montre qu'une société faisant l'objet d'une tentative de rachat n'a que peu de possibilités de maintenir son autonomie. La plupart du temps, elle est rachetée par les initiateurs ou par un "white knight" (un investisseur proche ou avec les faveurs du management), ce qui prouve que ses actionnaires vendent au plus offrant<sup>265</sup>.

Le manager est souvent considéré comme victime primaire dans une acquisition. Acteurs ou victimes, les cadres sont en effet toujours au centre des opérations de rachat de sociétés. Le changement de propriété implique généralement le remplacement des cadres dirigeants dans le but de pouvoir réorganiser convenablement

---

<sup>261</sup>cf. NZZ du 29.11.1988

<sup>262</sup>cf. Index 1/89, p.39

<sup>263</sup>cf. FuW du 23.11.1988, p.35

<sup>264</sup>cf. Travlos, op.cit, p.946

<sup>265</sup>cf. Freiherr v.Falkenhausen, op.cit., p.16

et en profondeur la société. Ceci se produit non seulement lors d'acquisitions inamicales, où un tel éloignement se justifie par l'incompatibilité des parties en cause, mais aussi lors de fusions amicales<sup>266</sup>.

Le management est pourtant reconnu en tant que représentant du bien-être de la société. En effet, la distinction entre acquisition amicale ou inamicale s'établit sur la base du soutien ou de la contrariété du management. Si nous acceptons le parallélisme de cette distinction avec l'intérêt de la société, ceci tendrait à admettre la perfection du management. La pratique a toutefois déjà démontré que le management agit parfois (et surtout dans ces situations) en défendant son intérêt particulier et ses modes de gestion.

Toutefois nous considérons ici uniquement les réactions possibles du management à la suite d'une tentative de rachat inamicale, étant donné qu'elle est la conséquence la plus dangereuse d'une sous-capitalisation.

#### 5.3.3.1 La réaction du management

Face à une attaque d'investisseurs externes à la société, le management doit essayer de convaincre ses actionnaires de ne pas céder leurs titres. En particulier, il devra répondre aux arguments de l'attaquant en montrant l'efficacité de sa gestion. Le problème qui peut surgir se résume en une question: pourquoi, si l'actionnaire ne dispose pas d'informations nécessaires pour prendre une décision convenable, devrait-il accorder sa confiance au management plutôt qu'à un nouveau? Le risque intervient justement au moment où une prise de décision est favorable à celui qui lui garantit les meilleurs rendements sur son investissement. L'actionnaire optera donc pour une plus-value importante et immédiate plutôt que pour un rendement modeste à long terme.

---

<sup>266</sup>Dans le rachat inamicale de Montedison par Ferruzzi, le directeur général de la première, Schimberni, avait du démissionner. En France, la fusion amicale de AXA avec la Compagnie du Midi a marqué la défaite et le départ de Bernard Pagézy, PDG de cette dernière, en faveur de Claude Bébéar, président d'AXA. cf. Le Monde Affaires du 4.3.1989, pp.4-7

"L'insuffisance des conditions financières proposées, la possibilité d'en obtenir ultérieurement de bien meilleures, et la volonté de se perpétuer au pouvoir, sont les trois principales explications de l'opposition manifestée par les dirigeants des sociétés visées par une offre publique"<sup>267</sup>. Les managers justifient publiquement leurs mesures de défense par les deux premières explications, même si l'analyse empirique a prouvé que la troisième est à la base de toute résistance<sup>268</sup>.

Les possibilités de réaction du management peuvent se subdiviser en attaque et en défense.

Le meilleur moyen d'attaque reste l'information avant tout de l'actionnariat, dont la confiance et l'appui méritent d'être renforcés, notamment en lui découvrant de futures perspectives positives. Il est à craindre toutefois que l'actionnaire, pour disposer d'une information complète - ce qui serait d'ailleurs tout à fait légitime - doive attendre une menace de rachat. Cette information peut être ainsi fournie pour provoquer des surenchères. Les dirigeants peuvent en effet chercher de nouveaux intéressés qui offriraient des primes supérieures à la suite d'informations préférentielles. Ils essaient, en somme, de profiter des avantages de l'asymétrie d'informations présentes sur le marché.

Un autre moyen d'attaque existe également au niveau des salariés. Comme il avait déjà été démontré en 1968, lors d'une tentative de rachat de St.Gobain par BSN en France, le personnel joue un rôle considérable dans le rapport de force. Il faut en particulier le sensibiliser et lui faire partager l'impression d'être un élément indispensable de la vie de l'entreprise, et non seulement un élément du capital travail. Il convient également, au moyen de l'information, de lui ouvrir des perspectives de sécurité de l'emploi à long terme. Les salariés sont en effet en mesure de communiquer, au travers de leur productivité, leur mécontentement ou leur satisfaction vis-à-vis du management. A

---

<sup>267</sup>cf. Husson, op.cit., pp.210 s.

<sup>268</sup>cf. l'analyse de Walking et Long citée à la note 31 de: Husson, op.cit., p.211. Cette opinion est partagée aussi par Huang/Walking, op.cit., p.335

ce propos nous nous demandons également s'il convient d'attendre une tentative de rachat pour réaliser une telle politique de sensibilisation.

La réalité montre toutefois que le management accorde beaucoup plus d'importance à des mesures de défense financières et légales, qui sont à même de lui assurer un résultat moins imprécis.

### 5.3.3.2 Les moyens de défense<sup>269</sup>

Aux Etats Unis, où la pratique de rachat d'entreprises est fortement développée, les entreprises disposent d'une panoplie de moyens de défense à l'issue d'OPA inamicales. Nous nous proposons ici, non pas de dresser la liste de tous les moyens possibles de se défendre, mais seulement de citer les cas les plus communs.

#### i) La campagne de presse

Le but poursuivi à travers la publication de pages publicitaires au sujet d'une offre publique d'achat est celui de lancer l'aspect émotif, non seulement parmi les actionnaires présents, mais aussi dans l'opinion publique. Il est en effet reconnu que cette dernière est capable d'influencer l'image de toutes les parties en cause (offrant, société cible et banque d'investissement). D'une part le management de la société cible tentera de divulguer la soi-disant mauvaise foi de l'offrant; la campagne d'information lui sert entre autres à reprendre l'initiative. D'autre part l'offrant, en étalant les avantages de son offre, relèvera la soi-disant incapacité du management présent.

Ce type d'activité est connu en particulier dans les pays anglo-

---

<sup>269</sup>Il s'agit ici de discuter seulement des moyens de défense à disposition lorsque l'OPA est lancé; quant aux mesures préventives, elle feront l'objet de réflexions au chapitre 6.1. Pour ce chapitre cf.:

Husson, op.cit., pp.139-237

Carreau-Lee, Les moyens de défense, pp.20-22

Meeks, op.cit., pp.78-94

Vatinet, Les défenses anti-OPA, pp.539-568

Viandier, Les défenses anti-OPA aux Etats-Unis

saxons, bien que l'Angleterre ait restreint cette possibilité par des formes judicieuses de comportement.

En Suisse, les réactions quant aux propos de la presse à sensation n'ont pas apporté les résultats escomptés: il est courant de se confier aux services de sociétés de relations publiques pour améliorer sa propre image<sup>270</sup>.

#### **ii) Transfert du contrôle à une société alliée (White Knight)**

L'alternative qui voudrait que soit proposé à une société alliée le rachat de la société par le biais d'une OPA concurrente, est de nature à convaincre les dirigeants de la société cible, pour qui l'intérêt de la société serait ainsi mieux sauvegardé. Ce procédé représente finalement la défaite des dirigeants qui reconnaissent ainsi leur impossibilité à maintenir leur autonomie et l'indépendance de la société. Ils se voient donc soudainement dans l'état de vendre la société. Ils devraient donc se soucier d'obtenir le meilleur prix et proposer la vente de titres aux actionnaires. Le "sauveur", pour sa part, essaie d'obtenir des garanties telles que l'option sur certains actifs en cas d'échec ou la clause interdisant de faire appel à un autre sauveur. Dans la tentative de rachat de La Suisse, Rentenanstalt s'est révélée en tant que White Knight.

#### **iii) La valeur des actifs**

Grâce à leur position, les dirigeants sont en mesure de juger si l'offre est pondérée ou non par rapport aux actifs de la société. Cette tactique de défense consiste à juger insuffisante l'offre par rapport à la valeur effective des actifs de la société. Cette situation a de grandes probabilités de se produire en Suisse où, comme nous l'avons remarqué, les comptes cachent souvent de la substance importante. Les dirigeants découvrent alors leur prudence dans la gestion des affaires et donnent des informations qui ne seraient pas délivrées en temps ordinaire au public. C'est

---

<sup>270</sup>Hero a mandaté une société de relations publiques pour gérer toutes sortes de flux d'informations issues de la tentative de rachat effectuée en janvier 1987

pour cette raison que ce système de défense ne s'appuie en principe pas sur des données concrètes.

#### iv) Poison Pills/ Shark rapellaats

Ceci est le moyen de défense le plus répandu mais aussi le plus critiqué. Il consiste à établir des clauses qui, en cas de tentative de rachat, rendraient la société inattractive. Appliquées surtout aux Etats-Unis, les possibilités sont nombreuses, mais nous nous limiterons à n'en citer que quelques-unes:

- émission de titres, convertibles en cas de tentative de rachat, et propres à changer la structure de la propriété;
- convention avec les créiteurs qui stipule que toutes les dettes, quelles qu'elles soient, sont remboursable dès qu'il y a changement de contrôle;
- indemnités importantes pour les dirigeants actuels, indemnités que la société s'oblige contractuellement à payer en cas de réussite du rachat (Golden Parachute).

Ces clauses ont pour effet de dissuader tout raider de ses intentions de rachat, et de le pénaliser si cela se produit. Elles sont critiquées essentiellement parce qu'elles défendent les dirigeants en agissant contre l'intérêt de la société et enlèvent toute liberté de choix aux actionnaires.

#### v) Option sur les actifs de la société

Une tentative de rachat peut être motivée par la possibilité de prendre possession, avec la société, d'actifs particuliers à des conditions avantageuses. Une fois ces actifs reconnus, les dirigeants de la société visée peuvent revendre des options d'achat sur ceux-ci avec un white knight. En cas de réussite du rachat (et seulement dans ce cas), la société serait tenue de vendre ces actifs en enlevant l'intérêt particulier de

l'acquéreur<sup>271</sup>.

De telles options pourraient avoir lieu également sur les titres de la société avec des investisseurs proches, en les combinant avec un emprunt convertible.

**vi) L'offre publique d'achat sur l'agresseur (pac-man)**

Cette tactique de défense consiste à ce que les managers se retournent contre l'agresseur en lançant à leur tour une OPA sur ce dernier. Le procédé nécessite une importante capacité en capitaux, et risque d'aboutir à une impasse au cas où les deux offres seraient couronnées de succès.

L'exemple le plus fameux de ce type de procédé en est la contestation qui opposait les sociétés Martin Marietta et Bendix aux Etats Unis. L'affaire a débuté à la suite d'une OPA de Bendix sur Marietta; cinq jours après, les managers de cette dernière répondirent à leur tour avec une OPA sur Bendix; trois semaines plus tard, Bendix avait acquis 70% de Marietta et cette dernière un peu plus de 50% de Bendix<sup>272</sup>.

Ceci peut se produire aux Etats-Unis grâce à une législation particulière sur les participations croisées.

**vii) Le greenmail<sup>273</sup>**

La société pourrait accepter le chantage d'un raider en possession d'un paquet consistant de titres, et éviter ainsi qu'il fasse proposition à d'autres intéressés potentiels à la société. Ce procédé est exclu en Suisse, l'article 659 CO interdisant tout achat par une société de ses propres actions. Il reste néanmoins la possibilité d'une acceptation du greenmail de la part du management agissant pour son propre compte.

---

<sup>271</sup>Des exemples dans Viandier, op.cit., p.170

<sup>272</sup>Pour voir en détail cette affaire cf. Husson, op.cit, note 26, p.209

<sup>273</sup>voir description au chapitre 5.3.1, point a)

### 5.3.3.3 Critique sur la réaction du management

Comme c'est souvent le cas en Suisse, le management réagit avant même de connaître la personne qui propose le rachat, ou d'avoir pris en considération les conséquences positives qu'un tel rachat pourrait avoir sur l'entreprise<sup>274</sup>.

Nous nous demandons pourquoi le management devrait craindre un nouveau propriétaire qui pourrait, peut-être, apporter de nouvelles perspectives synergiques à la société. Et de plus, si les actionnaires actuels ne se sont jamais intéressés à la prise de décision dans la société, la laissant gérée librement par le management, une telle attitude ne correspond pas à l'idée et à la philosophie de la société anonyme. Une réaction inconditionnée de la part du management peut donc laisser supposer qu'il craigne que le nouveau propriétaire fasse emploi de ses droits de gestion, ce qui serait en principe très normal et logique.

Les critiques émises à propos du refus d'inscrire au livre des actionnaires des personnes ayant déjà réalisé l'achat du titre, se basent sur un simple constat: le nouvel acheteur de titres, qui entrevoit des développements possibles et de futures perspectives positives, ne devrait pas bénéficier de moins d'égard que l'actionnaire qui est prêt à donner son titre au meilleur offrant<sup>275</sup>. Au contraire, le premier est intéressant pour la société.

En outre, une résistance du management peut générer des coûts pour les actionnaires, en particulier quand<sup>276</sup>:

- le management dépense les ressources de la société pour résister à une absorption bénéfique;
- l'efficacité du management est réduite à cause de la

---

<sup>274</sup>Cela avait été le cas de la 8âloise, La Genevoise et La Suisse, cf. NZZ du 30/31.7.1988 et 3.8.1988

<sup>275</sup>Ce qui se produit souvent aux Etats-Unis, par exemple, avec les gros portefeuilles dans les mains des investisseurs institutionnels

<sup>276</sup>cf. Huang/Walking, op.cit., pp.334-335

diminution du contrôle externe,

- les actionnaires perdent l'opportunité de réaliser des bénéfices sur les primes offertes.

Généralement, les défenses qui ne sont pas sujettes à l'approbation des actionnaires aboutissent à l'échec. Des dispositions légales ont toutefois été mises en place afin de protéger les actionnaires, et surtout dans le but de sauvegarder l'intérêt de la continuation de la société<sup>277</sup>.

---

<sup>277</sup>voir par exemple le Williams Act aux Etats Unis et les prescriptions de la Commission des Opérations de Bourse (COB) française qui déclarent, entre autres, que "des actes de gestion non conformes à l'intérêt des sociétés en cause ou constituant des manoeuvres ne doivent pas être accomplis en vue d'infléchir le choix des actionnaires ou de modifier la situation qui existait au lancement de l'offre"; cf. Husson, op.cit., p.275 et plus largement au chapitre 6.3

## 6. SOLUTIONS POSSIBLES

### 6.1 Introduction

La philosophie et l'esprit de l'institut de la société anonyme réclament un actionnariat participatif. La réalité, comme nous l'avons vue, se présente différemment: l'actionnaire ne se sent concerné pratiquement que par la valeur des titres qu'il détient (donc par la capitalisation boursière de l'entreprise) et par leur développement potentiel. L'engagement de la société dans le marketing des actionnaires s'inscrit par la suite dans des efforts qui visent de plus en plus à préserver une valeur boursière acceptable pour toutes les parties en cause, et à mettre en place des mesures aptes à éviter les conséquences négatives qu'une disproportion entre les différentes valeurs de l'entreprise pourrait causer. Il se propose en particulier d'analyser les mesures visant à une amélioration de la protection des actionnaires minoritaires. Cette protection ne se manifeste toutefois qu'au niveau des droits à l'information, aux dividendes, à une augmentation de la valeur des titres. Cette protection est déterminante également au moment de l'absorption ou du rachat d'entreprise, les actionnaires devant pouvoir tous bénéficier du même traitement.

Les solutions alors envisageables se situent ici à différents niveaux. D'abord nous nous proposons d'analyser les mesures qui sont réalisables par la société elle-même. Ensuite cette recherche se déplacera au niveau du marché, dans le sens d'une autoréglementation, pour aboutir enfin aux solutions juridiques envisageables.

## 6.2 Les mesures à mettre en place par l'entreprise elle-même

La société, comme nous l'avons vu au chapitre 5., doit avant tout se poser la question de la finalité principale de l'entreprise. Elle doit en principe choisir entre une finalité de survie, proférée dans le Model de management de St.Gall, et l'accroissement de la valeur de l'actionnaire et par conséquent de son patrimoine, idée que partage d'ailleurs la nouvelle théorie de portefeuille très répandue aux Etats-Unis. Le choix entre ces deux types de finalité est aussi un choix de durée: le premier vise le long terme, le second plutôt le court terme. La société se trouve donc devant un dilemme: soutien de mesures d'accroissement de la satisfaction de l'actionnaire, ou maintien des valeurs de base essentielles à l'entreprise<sup>278</sup>?

D'une part il est dangereux, afin de garantir l'indépendance et d'éviter les conséquences d'une sous-capitalisation boursière, que les managers s'occupent principalement des problèmes relatifs au capital-action de la société plutôt qu'à des événements essentiels pour le futur à long terme. D'autre part il est incorrect de manipuler l'information des actionnaires et du public, et de jouer ainsi sur la transparence, dans le but de maintenir les positions stratégiques acquises sur un marché qui se veut de libre concurrence.

Ce choix revient aux points essentiels d'intervention qui se proposent à la société. Le but de cette intervention, dans le contexte de ce travail, est d'éviter les conséquences du déséquilibre entre valeur réelle et valeur boursière, et en particulier de préserver l'identité et l'indépendance de la société.

Il est nécessaire de préciser que les mesures qui vont être proposées ne sont pas exhaustives, et qu'elles n'offrent pas une entière garantie contre tous les dangers encourus par la société, dans l'hypothèse d'une disproportion telle que celle décrite auparavant. Chaque société nécessite une adaptation à ses spécificités propres.

---

<sup>278</sup>Cf. Wuffli, Wertsteigerung oder Ueberleben als Institution, p.41

### 6.2.1 Maasures visant à la stabilisation du capital

Les managers de la société doivent être en mesure d'accomplir leurs tâches courantes sans pour autant perdre de l'énergie et du temps dans des préoccupations de changement de propriété ou de risque d'absorption. La situation optimale serait donc celle d'un capital stable, qui correspondrait à un actionnariat fidèle. Cette action s'inscrit dans les mesures à caractère préventif. Nous pouvons concevoir deux modalités de base: des efforts, d'une part en vue d'une concentration, d'autre part en vue de la stabilité des actionnaires actuels<sup>279</sup>. L'engagement dans une voie n'exclut pas une implication également dans l'autre.

#### 6.2.1.1 Modas da conconcentration

La concentration de la majorité du capital-action dans les mains d'un seul ou d'un nombre limité d'actionnaires semble être la meilleure solution afin de garantir la continuité de l'entreprise et de sa gestion. En France, les sociétés reprivatisées ont été dotées, par volonté ministérielle, d'un "noyau dur", d'un portefeuille (normalement une majorité relative garantissant le contrôle) assigné à un groupe d'actionnaires "fidèles".

L'un des moyens de réalisation d'une telle concentration, et qui en même temps sert à se protéger d'absorptions inamicales, est l'octroi de crédits obligataires convertibles<sup>280</sup>. Au moyen d'un tel type de financement, qui nécessite la ratification de l'assemblée générale, la société peut constituer des actions de dépôt, détenues par un consortium de banques ou une fiduciaire, jusqu'au délai de conversion. Ces obligations peuvent être réservées aux actionnaires actuels par exemple, qui n'ont pas le droit de vote avant la conversion, même si dans la comptabilité figure déjà une augmentation de capital. Il est également possible de garantir la souscription à un groupe financier que l'on souhaite faire entrer dans la société, en liant la conversion à la condition de la possession non interrompue de

---

<sup>279</sup>cf. Vatinet, op.cit., pp. 539-548

<sup>280</sup>cf. NZZ du 12.5.1989, p.37

l'obligation. La société est en mesure, si elle se trouve menacée par une tentative de rachat, d'anticiper les délais de souscription.

D'autres possibilités de constitution d'un noyau dur pourraient être:

- . le paiement de dividendes en actions<sup>281</sup>;
- . l'augmentation de capital par nouvel apport en nature;
- . l'augmentation de capital accompagnée de la suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une personne;
- . l'augmentation du capital par incorporation de réserves, en donnant gratuitement les actions. Cette méthode est considérée comme la plus correcte car elle garantit une juste proportion entre valeur nominale et valeur boursière. Par la suite elle rend aussi le rachat très onéreux.

L'acquisition par la société de ses propres actions est une particularité dans le principe de la constitution d'un noyau dur. En France, une telle opportunité est garantie par la loi<sup>282</sup>, toutefois avec certaines limitations<sup>283</sup>:

- autorisation de l'assemblée générale
- détention de 10% au plus de ses propres actions
- dispositions de réserves autres que la réserve légale, au moins égales à la valeur des titres détenus
- mise au nominatif des actions détenues.

Cette pratique s'est révélée utile dans la prévention de rachat. Les participations croisées (une filiale qui détient des actions

---

<sup>281</sup>En Suisse, les bons de jouissance sont aussi souvent utilisés; ils ne donnent pas de droit de vote mais changent la proportion sur les titres détenus par rapport au capital propre de l'entreprise

<sup>282</sup>cf. Art. 217-2 de la loi 24.7.1966 et Ordonnance no 67-836 du 28 septembre 1967

<sup>283</sup>cf. Ordonnance no 85-1321 du 14.12.1985

de la société mère) est une dérivation de la loi précédente. La loi établit cependant<sup>284</sup> que ceci n'est possible que jusqu'à concurrence du 10% du capital. Du point de vue de l'éthique de gestion, ceci est toutefois considéré comme un détournement de pouvoir de la part du conseil d'administration.

En Suisse, la loi interdit en principe à la société d'acquérir ses propres titres (art. 659 CO). Il est à craindre en effet:<sup>285</sup>

- que lorsque la société subit une perte, celle-ci se répercute plusieurs fois en raison de l'effondrement des cours;
- qu'il y ait manipulation des cours;
- que les titres rachetés n'englobent plus la part de risque, violant le principe de l'égalité de traitement des actionnaires;
- que si le droit de vote est exercé par le Conseil d'Administration, il se produise une concentration du pouvoir et une disproportion par rapport au risque qu'il assume.

La révision du droit des sociétés anonymes préconise pourtant une ouverture de cette limitation avec des restrictions similaires à celles que nous avons vues dans la loi française. Les limites proposées s'élèvent à 20%, en raison entre autres des nouvelles dispositions sur les actions nominatives (voir auparavant). Les participations réciproques restent toutefois interdites, ou réalisables dans les limites imposées à la société mère<sup>286</sup>.

#### 6.2.1.2 Modaa de stabilisation

La stabilisation de la structure de l'actionnariat vise à s'assurer la confiance des détenteurs de titres afin d'éviter des

---

<sup>284</sup>cf. art. 358-359 loi no. 85-705 du 12.7.1985

<sup>285</sup>cf. Message du 23.2.1983, p.66

<sup>286</sup>cf. Message du 23.2.1983, pp.67-69, art. 685 et 659 nouveau

changements soudains et répétés de propriété, de volonté et surtout des intentions stratégiques de l'assemblée générale. La volatilité des marchés incite à la spéculation, comme nous l'avons vu dans les chapitres précédents, et par conséquent le concept de stabilité de l'actionnariat se voit restreint à un pourcentage limité du capital-action. L'entreprise peut tout de même limiter la volatilité de son actionnariat par différentes mesures.

Des politiques de dividendes et d'informations exactes peuvent produire des résultats considérables dans ce sens. La première pourrait satisfaire l'actionnaire, dans le sens d'une revalorisation de son rôle par rapport au revenu-risque de l'investissement visé au capital gain.

La seconde s'inspire d'une politique d'actionnariat plus participative dans l'entreprise. En plus de ramener les cours à des niveaux plus corrects, elle permet à l'actionnaire d'évaluer les potentialités réelles de l'entreprise en lui assignant plus de responsabilités, et incite à ce qu'il s'identifie encore davantage à la société<sup>287</sup>. A ce stade il est alors nécessaire de développer des relations plus étroites entre société et actionnaire. La publicité (des comptes et des engagements de la société) est à la base de tous les événements rationnels du marché. Les décisions d'investissements sont prises sur la base de données et de performances.<sup>288</sup>

L'institut des actions nominatives liées<sup>289</sup> est sans doute la méthode de stabilisation du capital la plus répandue en Suisse. L'article 686 CO garantit à la société la faculté de limiter, voire d'interdire la transmissibilité d'actions nominatives. De nombreuses critiques ont été exprimées à propos de cet institut. D'abord les difficultés rencontrées par les actionnaires minoritaires qui ne sont plus intéressés par leurs titres et qui veulent vendre.

---

<sup>287</sup>cf. M.Lusser dans FuW du 1.7.1989, p.13

<sup>288</sup>cf. Nobel, Konsequenzen für das schweizer Recht, p.147

<sup>289</sup>cf. chapitre 3.2

D'autre part le Tribunal Fédéral<sup>290</sup> a décrété qu'une dissociation des droits attachés à l'actionnaire en droits sociaux et droits patrimoniaux était possible, et que la société pouvait s'opposer seulement à la transmissibilité des droits sociaux. Ainsi une personne qui a investi son argent dans la société peut ne pas être consultée à propos de décisions qui concernent le risque d'entreprise et la société en général. D'autre part, le vendeur possède le pouvoir d'exercer ces droits liés à un capital qu'il ne détient plus. A ce propos il est donc envisageable de suspendre ces droits sociaux jusqu'à l'inscription du nouvel actionnaire<sup>291</sup>.

La nouvelle réglementation prévoit que "la société ne peut refuser l'acquéreur que pour des motifs valables ou alors lui offrir de reprendre les actions à leur valeur réelle"<sup>292</sup>. La discorde à propos de la détermination de la valeur réelle est résolue par la loi de la façon suivante (art 685b ch. 4):

- pour les sociétés cotées en bourse, la valeur réelle correspond au cours boursier au moment même de la requête;
- pour les autres sociétés, le juge du siège social déterminera, par une estimation, la valeur réelle.

L'évaluation à laquelle nous procéderons probablement dans l'étude du deuxième cas nous fournira une valeur plus correcte que celle donnée par le marché.

Si cette révision de la loi sur les sociétés anonymes est acceptée, la nouvelle réglementation des actions nominatives liées contribuera à une amélioration de la possibilité d'aliénation de ces titres, la société ne pouvant refuser l'inscription que pour des motifs clairement définis. L'actionnaire minoritaire qui a l'intention de vendre sera en mesure de le faire en garantissant à l'acheteur qui remplit les conditions posées - le fait d'être

---

<sup>290</sup>cf. ATF 83 II 297 et ATF 90 II 35

<sup>291</sup>cf. Nobel, op.cit., p.158

<sup>292</sup>cf. Message du 23.2.1983, p.89 et art. 685b CO nouveau

inscrit au livre des actionnaires.

Autre mesure, visant davantage à maintenir la stabilité de l'actionnariat que sa promotion, est l'émission de capital sans droit de vote. Les bons de participation et les bons de jouissance sont les deux opportunités fournies par la loi, qui garantissent la décision d'émission indépendamment du Conseil d'Administration. L'équilibre des rapports de force dans la société reste donc inchangé. Ceci renforce sensiblement la position du management, qui est redoutable d'une part<sup>293</sup>, mais qui est aussi envisageable en tant que défense à l'encontre de rachats indésirables.

#### 6.2.2 Mesures visant à intervenir sur la structure du pouvoir

Un des soucis principaux de la politique de l'actionnariat est celui de la protection de l'actionnaire minoritaire. La société ne peut et ne doit pas satisfaire seulement les intérêts de la majorité. Un besoin futur d'augmentation du capital-action pourrait avoir en effet un succès douteux. Mise à part la protection garantie par la loi, la société a les moyens d'intervenir dans ce sens.

##### 6.2.2.1 Le vote cumulatif

Nous reconnaissons l'impossibilité d'une participation directe de l'actionnaire minoritaire aux événements de la société. Il est donc nécessaire qu'il soit protégé au sein du conseil d'administration par la voix d'un représentant.

Il est difficile de parvenir à une telle participation avec les méthodes de vote majoritaires traditionnelles. Ceci est toutefois possible par le vote cumulatif<sup>294</sup>. Avec le vote cumulatif, cha-

---

<sup>293</sup>cf. Nobel, op.cit., p.160

<sup>294</sup>cf. Bhagat/Brickley, Cumulative Voting, pp.339-334

que actionnaire reçoit un nombre de voix correspondant au nombre de titres qu'il détient, multiplié par le nombre d'administrateurs à élire. Un actionnaire peut donc rassembler tous les votes sur le même candidat ou les distribuer sur plusieurs nominatifs. L'actionnariat minoritaire pourrait de cette façon parvenir à élire ses représentants au conseil d'administration même avec l'opposition de la majorité.

Ce type de protection de l'actionnaire minoritaire est défendu par ses partisans dans le but d'améliorer le flux de liquidités à l'égard des actionnaires communs. En outre, la menace d'un changement dans la structure du pouvoir et du contrôle de la société inciterait le management à opérer davantage dans l'intérêt de ses actionnaires et à maximiser le prix des titres<sup>295</sup>.

D'autres rejettent cette solution en raison de l'inefficacité de la prise de décision au sein du conseil d'administration (une présence qui ferait perdre du temps sans apporter aucun bénéfice).

Il faut toutefois signaler que de tels principes de protection des minorités sont depuis longtemps appliqués au niveau politique. Il est donc judicieux d'insérer le vote cumulatif dans le processus de démocratisation de la société anonyme.

#### 6.2.2.2 Le management actionnaire

Dans le chapitre 5 nous avons relevé l'importance du mouvement de management buyout, développé surtout aux Etats-Unis.

Il arrive toutefois, également en Europe, que le management détienne un portefeuille minoritaire de titres dans la société. Une étude de 1984 de la SEC sur 6000 sociétés ouvertes au public relevait que près de 15% d'entre elles étaient conduites par un directeur qui détenait au moins 10% du capital-action en circulation<sup>296</sup>.

---

<sup>295</sup>cf. Bhagat/Brickley, op.cit., p.340

<sup>296</sup>cf. De Angelo H.et L., Managerial ownership of voting rights, p.62

La participation du management au capital-action d'une société a différentes fonctions. En détenant un portefeuille action de la société, le manager cherche une possibilité de participer, autrement que par son salaire, à la bonne évolution des affaires de la société, résultat de sa capacité de gestion.

Le manager peut aussi viser à assurer son poste ainsi que sa latitude décisionnelle en intervenant de façon plus directe dans la structure du pouvoir. Il passerait de cette façon du statut d'employé à celui de copropriétaire.

Grâce au portefeuille qu'il a entre ses mains, le manager peut être en mesure d'influencer le conseil d'administration, en particulier s'il a la possibilité d'utiliser ce portefeuille comme une arme en cas de tentative de rachat. Il est en effet reconnu qu'une telle participation défavorise une absorption inamicale. L'on prétend également que la difficulté et les coûts d'une information aux actionnaires sur la performance du management et les investissements potentiels, sont des obstacles non seulement dans la prise de décision, mais aussi dans la gestion du contrôle de la société<sup>297</sup>.

Nous accordons à la participation managériale au capital-action une fonction de protection des actionnaires minoritaires. Nous pouvons en effet supposer qu'un management actionnaire poursuivra une politique d'augmentation de la valeur des titres dans la mesure de ses possibilités. Les managers eux-mêmes ont donc tout intérêt à agir afin de ramener le cours à son juste niveau, et par conséquent à une capitalisation boursière correcte. Vu le risque qu'il prend en détenant du capital, le manager songera à trouver les meilleures opportunités pour la société, et sa participation incitera à optimiser la gestion. Cette protection des actionnaires minoritaires devrait également se confirmer, notamment lors de tentatives de rachat, vu les principes d'égalité de traitement fixés par la loi.

---

<sup>297</sup>Cf. De Angelo H. et L., op.cit., p.35

### 6.3 Solutions sur le marché

La sous-capitalisation chronique du marché suisse, causée comme nous l'avons vu au chapitre 3, par l'insuffisance partielle du marché, n'a pas d'antidote absolu. Même la hausse boursière des années '80 n'a pas su combler l'écart entre valeur boursière et valeur réelle des sociétés. Des mesures se révèlent d'autant plus nécessaires qu'il faut rapprocher le marché boursier suisse de paramètres plus adaptés à une comparaison internationale. En effet le marché suisse manque particulièrement de liquidité et de transparence. La première est directement liée à la seconde.

#### 6.3.1 Amélioration de l'efficience et de la transparence du marché boursier

D'importantes flux de liquidités sur le marché, qui auraient été en mesure d'améliorer la capitalisation boursière totale, ont souvent évité le marché suisse à cause des incertitudes et du manque de transparence qui le caractérisent (cf. chapitre 3.1). Les craintes exprimées surtout quant à l'absence d'une loi fédérale sur les opérations boursières et d'un organe préposé au contrôle de celles-ci. Les directives de l'Association des bourses suisses ne semblent pas suffisantes pour donner confiance aux investisseurs et ne sont pas comparables à celles garanties par des organes tels que la COB en France ou le SEC aux Etats-Unis.

La Commission des Opérations de Bourse (COB)<sup>298</sup> est une institution à caractère public chargée de contrôler l'information donnée aux porteurs de valeurs mobilières et au public sur les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci. Elle veille entre autres au bon fonctionnement des bourses et dispose, pour ses investigations,

---

<sup>298</sup>cf. Barsi, Les OPA en France, pp. 23 ss. et Ordonnance no. 67-833 du 28.9.1967 et décret 68-23 et 68-30 du 3.1.1968

de moyens légaux importants (voir p.ex. lors du cas Péchiney en janvier 1989).

La Security Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis est chargée en particulier de contrôler l'application du Securities Act (1933) et du Securities Exchange Act (1934)<sup>299</sup>.

Ces deux organes sont destinés à préserver les actionnaires de tout acte illégal en bourse et constituent donc une sorte de garantie pour les investisseurs. Dans le tableau des price/book ratios sur les marchés internationaux, la France et les Etats-Unis présentaient une valeur de 1,9 alors que la Suisse ne parvenait qu'à la moitié seulement.

D'autres améliorations sont proposées au niveau de la transparence des opérations boursières: les données sur les chiffres d'affaires des tractations des différents titres et sur le maximum/minimum des cours de journée devraient être accessibles à tout investisseur et non seulement aux opérateurs internes. L'obligation de bourse, qui impose à chaque transaction de titres la cote officielle, est aussi envisageable dans le but d'obtenir des cours plus réels.

### 6.3.2 Les réglementations des offres publiques d'achat

Comme nous avons déjà pu le constater à plusieurs reprises, le danger le plus important d'une souscapitalisation est le risque de subir une tentative de rachat.

Ce problème est devenu important sur presque tous les marchés, au point de nécessiter la création d'une réglementation. Celle-ci vise surtout la protection des actionnaires, en particulier les minoritaires, de toute illégalité et inégalité dans les opérations de rachat. Finalement, une telle réglementation permet de:

- mettre l'actionnaire en première place et le protéger de tout abus;

---

<sup>299</sup>cf. Kurth, Aktionärsschutz und öffentliche Kaufangebote, pp.29 ss.

- établir un équilibre de traitement et une égalité de comportement pour toutes les parties en cause; aucune partie ne doit être avantagée;
- promouvoir la transparence de la transaction et du marché en général;
- éviter toutes possibilités arbitraires;
- prévoir des sanctions adaptées et stimuler l'adhésion au code par l'ensemble du marché.

#### 6.3.2.1 Le code d'acquisition suisse

L'Association des Bourses suisses a élaboré un code d'acquisition qui, n'ayant pas d'appui juridique, ne peut avoir qu'un effet de droit privé. Les points essentiels de ce code peuvent être résumés ainsi<sup>300</sup>:

- but: le code veut éviter toutes manipulations du marché et assurer le respect de la bonne foi des parties en cause;
- application: le code s'applique à toute offre publique d'achat sur des entreprises cotées en bourse;
- exigence sur les offres: obligation de publication, terme de prolongement, traitement égalitaire des actionnaires, procédé pour des contre-offres, imposition à l'offrant détenant plus de 50% du capital de satisfaire tous les actionnaires ayant l'intention de vendre;
- contenu de l'offre: l'identité de l'offrant, nombre de titres sur lesquels l'offre est valide, prix de rachat, information sur les positions déjà détenues et certificat de financement;

---

<sup>300</sup>cf. NZZ du 12/13.8.1989, p.31 et FuW du 2.9.1989, p.13

- devoirs des parties en cause: la société en cause est légitimée de toute mesure de défense; une Commission (qui se veut indépendante, mais qui a été formée par l'association même) doit être informée au cas où l'on refuserait au nouvel actionnaire l'inscription au registre. Les opérateurs de bourse sont tenus de suivre le code. Une société fiduciaire doit confirmer le respect des prescriptions du code de la part de l'offrant;

- La commission de réglementation peut dans certains cas motivés, accepter des exceptions au code. Elle contrôle le respect de ce code et intervient avec les mesures appropriées. Elle peut publier ses décisions et propositions.

Dans sa formulation d'origine, ce code a été durement critiqué<sup>301</sup>. On lui rapproche en particulier de ne pas être impartial dans le traitement des parties en cause, et on le considère comme une mesure de défense ultérieure pour les entreprises. Il n'arrive pas en effet à satisfaire les caractéristiques requises à une telle réglementation:

- l'acheteur et la société ne sont pas mis sur un plan égalité: l'acheteur doit montrer toutes ses cartes, la société n'y est pas contrainte;

- la situation de l'actionnaire ne s'en trouve pas beaucoup améliorée. Vu qu'il n'y a pas de vrai progrès en ce qui concerne la transparence, il n'est pas en mesure d'évaluer correctement si la proposition d'achat qui lui est faite correspond à une juste valeur de l'entreprise ou non. Les informations nécessaires à un tel choix restent dans les mains du conseil d'administration;

- l'arbitrarité n'est pas exclue, car la Commission

---

<sup>301</sup>cf. N22 du 12.8.1989, p.31; FuW du 15.7.1989, p.15 et du 2.9.1989, p.13; Cash du 22.9.1989, p.5

est en mesure de permettre des exceptions dans des cas particuliers, sans que ceux-ci soient clairement définis.

#### 6.3.2.2 La réglementation sur d'autres places financières

Nous sommes d'avis que la meilleure solution est encore celle d'une autoréglementation du marché. A ce propos, l'exemple du marché anglais est une référence. Le City Code on Takeovers and Mergers<sup>302</sup>, daté de 1968 et auquel sont subordonnées toutes les sociétés cotées à la bourse Londonienne, propose premièrement la protection de l'actionariat. Il se propose en particulier d'assurer le traitement égalitaire des actionnaires et de leur information, afin que celle-ci soit correcte et suffisante, et il veille à ce que le management agisse dans l'intérêt des actionnaires, et à ce que soit garanti un marché correct des titres des sociétés concernées.

Pourtant une telle autoréglementation aboutit difficilement aux bons résultats anglais, et dans la plupart des autres marchés financiers existe une réglementation juridique dans ce domaine. Dans tous les pays l'on se propose de protéger l'actionariat et de garantir le déroulement correct de l'offre publique. En général il y a obligation d'annonce (dès que l'on détient 5% ou plus aux Etats-Unis<sup>303</sup>, en France<sup>304</sup> et dans les directives de la CEE<sup>305</sup>).

En ce qui concerne les mesures de défense des sociétés visées, elles sont généralement permises, pourvu qu'elle n'entament pas la correction du marché et qu'elles soient proposées dans l'intérêt des actionnaires et de la société. Il est toutefois quasi unanimement reconnu que des informations satisfaisantes et des contacts réguliers avec les actionnaires, les analystes et journalistes financiers, ainsi qu'un management de succès

---

<sup>302</sup>cf. NZZ du 1.11.1988, p.35

<sup>303</sup>cf. NZZ du 15.11.1988, p.35

<sup>304</sup>cf. NZZ du 3.1.1989, p.22

<sup>305</sup>cf. NZZ du 23.11.1988, p.33

évitent dans une large mesure la sous-évaluation du titre, sous-évaluation qui est souvent à la base de tentatives de rachat<sup>306</sup>. Pour cette raison, les réglementations des marchés visent en général<sup>307</sup> une meilleure transparence du marché et, le cas échéant, des opérations d'absorption.

---

<sup>306</sup>cf. NZZ du 1.11.1988, p.35

<sup>307</sup>A l'exception de quelque pays comme le Japon ou l'Italie où 38% des sociétés cotées et 80% de la capitalisation boursière totale du marché sont détenus par six familles (Agnelli, De Benedetti, Ferruzzi, Pesenti, Pirelli, Orlando) et par les deux conglomérats publiques ENI et IRI; cf. NZZ du 8.11.1988, p.35 et du 22.11.1988, p.35

#### 6.4 Solutions de natura juridique

Le droit suisse des sociétés anonymes se proposait à l'origine de réserver à l'actionnaire la place principale dans les organes du pouvoir de la société. Comme nous avons pu le constater au chapitre 5, ceci ne correspond pas à la réalité actuelle. Nous pouvons donc affirmer que le législateur n'est pas arrivé à assurer à l'actionnaire minoritaire une protection effective du pouvoir de la majorité<sup>308</sup>. Nous soupçonnons que ce manque de protection se traduit sur le marché par un manque d'identification de l'actionnaire dans la société, et donc par une instabilité de la structure de l'actionnariat. En substance, la minorité n'arrive pas à faire valoir ses principaux intérêts financiers et de participation: une augmentation de la valeur de sa participation qui corresponde à la réalité, la distribution d'un dividende correct, la consultation et la considération lors de prises de décision.

La révision du droit des sociétés anonymes tend d'une part à adapter ce code à la nouvelle réalité d'une part, et d'autre part à se rapprocher des réglementations internationales. Nous avons aussi remarqué, notamment au chapitre 3, que le fait qu'une loi fédérale sur les bourses fasse défaut, ne permet pas une coordination appropriée de celle-ci et fait craindre une partialité de traitement.

Enfin, le pouvoir croissant des investisseurs institutionnels sur le marché nécessite lui aussi une réadaptation des réglementations existantes.

##### 6.4.1 Les améliorations à l'égard de l'actionnaires

Dans la proposition de révision du droit des sociétés anonymes, il est déclaré que la valeur de l'entreprise ne peut s'écarter

---

<sup>308</sup>cf. Binder, op.cit., p.57

du principe d'évaluation à cours historique<sup>309</sup>. Ceci signifie que les augmentations de valeur des actifs ne peuvent être portées au bilan que selon le principe de réalisation (si ces actifs mêmes sont vendus). Le dégagement des plus-values est donc restreint. Le discours se porte toutefois au niveau des réserves latentes et de leur dissolution. Par le truchement de frais d'acquisition, il est possible de réévaluer des actifs jusqu'au concours de leur valeur réelle. Par ailleurs, toute évaluation dans les comptes doit être faite sur la base du going concern (art. 662 chiffre 4 nouveau). La réalisation comptable de ces plus-values pourrait ainsi concourir à l'augmentation de la capitalisation boursière de la société.

Cependant nous partageons l'avis selon lequel l'enjeu essentiel réside dans la publicité des comptes annuels. Le nouvel article 662 (proposé dans le Message<sup>310</sup>), s'inspire du principe de l'aperçu le plus sûr possible. Il ne lui est toutefois pas possible de s'identifier au principe du "true and fair view"<sup>311</sup> de par la légitimité de la constitution de réserves latentes. La critique formulée à ce propos se base sur le fait qu'elles contrastent avec le principe de l'exactitude du bilan. D'autre part elles limitent la faculté de décision de l'actionnaire sur la destination des bénéfices et sur leur distribution, car elles sont comprises dans la latitude décisionnelle du management. Ce dernier, vu les informations dont il dispose et la petite marge de manoeuvre revenant à l'actionnaire, devient le vrai maître de la société. Pour sa part l'actionnaire se voit appauvri dans l'exercice de son droit de vote et de renseignement, et donc dans son statut de propriétaire. Il ne peut pas notamment calculer avec certitude le montant réel de son portefeuille. Sa participation dans l'entreprise est donc reléguée à une participation purement financière (calcul de la valeur de rendement de l'investissement par rapport au prix d'achat) qui suit des paramètres exclusivement boursiers.

---

<sup>309</sup>cf. Message du 23.2 1983, p.73

<sup>310</sup>cf. Message du 23.2.1983, pp.154 ss.

<sup>311</sup>cf. chapitre 3.4

Le but poursuivi, à savoir établir une valeur réelle de la société à partir des comptes annuels, est encouragé par l'article 66b chiffre 4 nouveau<sup>312</sup>: l'obligation de communiquer les valeurs d'assurance-incendie de l'immobilisation corporelle subsiste<sup>313</sup>.

En comparaison avec la législation présente, la révision proposée note des restrictions dans la mise en place de ces réserves latentes. En particulier l'article 663 3e al. pose des conditions de prise en compte de la prospérité durable de l'entreprise, et de l'intérêt de tous les actionnaires (et donc non seulement de la majorité d'entre eux, en visant une protection des minorités).

Par ailleurs la constitution de réserves latentes ne nécessite pas de déclaration, contrairement à leur dissolution. L'article 663b chiffre 8 prescrit de les mentionner en annexe mais non pas dans le compte pertes et profits lorsque le solde entre constitution et dissolution de réserves latentes est positif. Cette prescription revêt une importance particulière, car la recommandation de distribution d'un dividende aussi constant que possible n'est plus reprise dans la révision proposée<sup>314</sup>. Une répartition du bénéfice en vue d'une distribution future n'aurait plus de sens, compte tenu de la publication de la dissolution de réserves latentes.

#### 6.4.2 Une nouvelle réglementation pour les investisseurs institutionnels

Si d'une part la sous-capitalisation boursière est due à un mauvais traitement des actionnaires et au manque de transparence de la part de la société et du marché, un autre facteur concourant

---

<sup>312</sup>cf. Message du 23.2.1983, p.158

<sup>313</sup>cf. à ce propos les méthodes d'évaluation des analystes, au chapitre 2.4

<sup>314</sup>cf. Message du 23.2.1983, p.78

fortement à cette situation est bien la liquidité sur le marché.

En ce qui concerne le flux de liquidités provenant de l'étranger, les mesures à prendre sont celles qui visent à limiter les défauts de la place financière exprimés au chapitre 3.1.

L'évolution de l'épargne en Suisse a également déjà été discutée. En raison de cette évolution, les perspectives quant à la capitalisation boursière ne garantissent pas d'amélioration. L'importance croissante de l'épargne institutionnalisée, par le biais des caisses de pension et des assurances, nécessite une intervention plus importante sur le marché boursier. Actuellement celles-ci ne font pas usage de toutes les opportunités offertes par le marché, bien évidemment dans les limites prescrites par la loi. Face à une importance croissante des investisseurs institutionnels, il serait opportun d'édicter une réglementation, qui d'une part garantisse au marché une liquidité minimale, et d'autre part limite la volatilité aussi bien des cours que des actionnaires des sociétés cotées.

#### 6.4.3 Une nouvelle réglementation pour les bourses

Des projets de loi fédérale sur les bourses avaient déjà été avancés en 1891 et plus concrètement en 1933<sup>315</sup>. Un groupe d'étude mandaté par le Conseil fédéral a été chargé de vérifier la nécessité d'une législation fédérale sur les marchés financiers; ses propositions devaient être présentées en 1990. Il y a toutefois des arguments bien fondés en faveur d'une telle loi-<sup>316</sup>.

- les lois cantonales ont vieilli et s'adaptent mal au

---

<sup>315</sup>Kurz, Entwurf zu einem Bundesgesetz betreffend die Effektenbörsen und den Verkehr in Wertpapieren, cité par Nobel, op.cit., p. 150

<sup>316</sup>H.-D. Vontobel, Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörse, cité par: Nobel, op.cit., p.149

dynamisme des nouveaux marchés financiers;

- les transactions hors bourse se font aussi hors contrôle;

- la concession pour opérer en bourse est détaillée non pas pour des institutions mais pour des personnes physiques;

- les comportements en cas de fusion ou d'acquisition ne sont pas réglementés (comme c'est le cas aux Etats-Unis avec le Williams Act) et des lacunes se font jour également dans la protection des actionnaires. Il est vrai que dans le cas particulier des actions nominatives liées, l'Association suisse des Banquiers s'est imposé un code de comportement, la "convention de diligence" de 1961, une forme de "gentlemen agreement". Toutefois cette convention est confidentielle, et ses formes et son contenu ne sont pas connus du public mais seulement des membres de cette Association; d'autre part les faits ont prouvé qu'elle n'a pas été suivie dans plusieurs cas<sup>317</sup>.

Beaucoup ont la conviction que, plus vite une telle loi sera appliquée, plus vite la place financière suisse gagnera en placements émanant d'investisseurs institutionnels étrangers<sup>318</sup>.

---

<sup>317</sup>En été '87, l'Association des Banquiers a chargé un groupe d'étude de chercher des améliorations à la convention de 1961, qui régle les transactions avec les actions nominatives liées, en imposant à ses membres (prés de soixante sociétés publiques en font partie) des condition de ventes exclusives à des clients répondant aux exigences posées par les statuts de la société en question. Cf. NZZ No 18 du 23-24 janvier 1988, Rückzug ins Reduit?, p.33

<sup>318</sup>cf. M.Lusser sur FuW du 1.7.1989, p.13

## 7. CONCLUSIONS GENERALES

L'objectif de ce travail consistait à vérifier si nous pouvions parler d'une différence entre la valeur réelle intrinsèque de l'entreprise et celle qui lui est attribuée par le marché, notamment le marché boursier pour les sociétés cotées.

En conclusion, nous faisons la distinction entre<sup>319</sup>:

- Une valeur intrinsèque, indépendante de l'évaluation boursière, mais fonction d'un taux d'actualisation variable selon le marché financier;
- Une valeur théorique de marché, fonction du comportement habituel du marché boursier;
- La valeur exprimée par le marché.

La première est celle qui exprime le "share-worth"<sup>320</sup> et s'apprécie en fonction de la valeur temporelle (le dynamisme des bénéfices attendus dans la valeur de rendement); la deuxième est le produit de la confrontation à l'intérieur du marché. En fin de compte il convenait de vérifier si la valeur de bourse correspondait à une valeur de marché théorique (c'est-à-dire si la bourse évalue correctement ce titre par rapport aux autres titres): ceci peut sembler réductif, même si cela est plus correct d'un point de vue rationnel.

Ce travail présente plutôt une confrontation temporelle du prix de marché par rapport à des paramètres intrinsèques dynamiques (le bénéfice, le cash flow).

Nous avons ainsi reconnu que la faiblesse principale des modèles d'évaluation résidait dans la difficulté à prévoir l'état futur,

---

<sup>319</sup>Cette différenciation a été proposée par les membres de la Commission A lors des travaux préparatifs au 8ème Congrès de la Fédération européenne des analystes financiers, cités par Rosenfeld, L'évaluation des actions, p.109

<sup>320</sup>cf. Keane, op.cit., p.20

que ce soit à propos des flux liquides que l'entreprise sera en mesure de générer, ou du bénéfice et de l'actualisation à des taux corrects.

Malgré ces difficultés, nous sommes parvenus à reconnaître les problèmes engendrés par une basse capitalisation boursière de l'entreprise (produit de la comparaison entre valeur intrinsèque et prix de cotation sur le marché de la globalité des titres). Parmi ceux-ci, le problème le plus important est sans aucun doute la menace du rachat. La grande quantité d'acquisitions et de fusions enregistrées ces dernières années prouve en effet qu'il est plus avantageux de racheter des entreprises que d'en créer de nouvelles: la valeur de marché se trouve donc être plus basse que la valeur de reconstruction.

De plus, l'augmentation inégale de la valeur nominale des biens composants la société (terrains, immeubles, valeurs mobiles) par rapport à la valeur réelle de la société en tant qu'unité (et à sa valeur comptable), a conduit à des disproportions évidentes et à des imperfections sur le marché qui, à leur tour, ont provoqué des effets de greenmailing.

En outre, la mauvaise identification de la vraie valeur de la société est source de problèmes considérables dans la gestion de la propriété (ce que nous venons dernièrement d'appeler le "marketing des actionnaires"), ainsi qu'entre la gestion (le management) et la propriété (l'actionnaire).

En Suisse nous avons constaté une différence relativement sensible entre la valeur réelle et la valeur boursière. Si d'une part nous pouvons évoquer des raisons purement financières (manque de liquidité du marché, politique restrictive de la Banque Nationale), d'autre part les dispositions législatives en la matière se sont faites dépasser par les événements. L'internationalisation progressive des marchés a mis à nu les particularités suisses difficilement conciliables et acceptables par des investisseurs opérant aussi sur d'autres marchés. Des types de titres de participation inconnus ailleurs, un arbitrage dangereux lors du rachat, une mauvaise réglementation boursière, le rôle de l'actionnaire qui se vide progressivement de son contenu, une révision de la loi sur les sociétés anonymes qui ne

parvient pas à être acceptée dans sa globalité: voilà qui peut conduire à un immobilisme dont les conséquences ont été largement analysées.

L'entreprise devrait donc, en usant de tous les moyens dont elle dispose, faire en sorte que le marché puisse lui accorder un juste prix. Ce juste prix qui ne peut, naturellement, s'identifier tout simplement à la capitalisation boursière: le prix de la totalité de la propriété est en effet supérieur à la somme de la valeur des parties de celle-ci.

**A. BIBLIOGRAPHIE**

Cette bibliographie comporte également des oeuvres dont aucune citation ne figure dans ce document, mais il convenait de les mentionner du fait qu'elles ont aiguillé l'auteur dans la conduite de son travail.

**ALLA J.**, L'évaluation de l'entreprise, Cujas, Paris, 1978

**ALLEN M./ISRAEL S.**, Successful leveraged buyout, Dow Jones-Irwin, Homewood Ill., 1988

**ALLEN P.R./BIRMANS C.F.**, An analysis of gains to acquiring firm's shareholders: the special case of Reite, dans: Journal of Financial Economics 18(1987), pp. 175-184

**ANGENIEUX G.**, Les fusions et l'évaluation des entreprises, Dunod, Paris, 1970

**ARNOTT R.D./BERNSTEIN P.L.**, The right way to manage your pension fund, dans: Harvard Business Review jan-feb '88, pagg.95-102

**AUERBACH A.J.**, Mergers and Acquisitions, National Bureau of Economic Research, Chicago, 1988

**BARSI G.**, Les OPA en France: droit et pratique, Nathan, 1988

**BHAGAT S./BRICKLEY J.A.**, Cumulative voting: the value of minority shareholder voting rights, dans: The Journal of Law and Economics, octobre 1984, pp. 339-365

**BINDER A.**, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Reihe Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 20, Rüegger, Grösch, 1988

**BOEMLE M.**, Die Publizität der Aktiengesellschaft, insbesondere aus der Sicht des Kapitalgebers und der Öffentlichkeit, dans: Die Unternehmung, 1965, pp. 102-130

- BOEMLE M.**, Unternehmungsfinanzierung, 7.Auflage, Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes, Zürich, 1986
- BOEMLE M.**, Wertpapiere des Zahlungs- und Kreditverkehrs sowie der Kapitalanlage, 6ème édition, Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes, Zürich, 1983
- BRAVARD J.**, L'évaluation des entreprises, Dunod, Paris, 1984
- BREALEY R./MYERS S.**, Principles of corporate finance, McGraw-Hill Book Co., New York, 1981
- BREALEY R.A.**, Risques et profits à la bourse, traduction de: An introduction to risk and return from common stocks, Dunod, Paris, 1972
- BRILMAN J./MAIRE C.**, Manuel d'évaluation des entreprises: sociétés cotées et non cotées, Les Editions d'organisation, Paris, 1988
- BRILMAN J./GAULTIER A.**, Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises, Editions hommes et techniques, Suresnes (F), 1980
- BROYLES J./COOPER I./ARCHER S.**, Financial management handbook, 2nd edition, Gower, Aldershot (GB), 1983
- BANQUE NATIONALE SUISSE**, Bulletin mensuel de janvier 1980 à janvier 1989
- CARREAU D./LEE W.L.**, Les moyens de défense à l'encontre des offres publiques d'achat inimicales en France, Recueil Dalloz-Sirey, chr. 15, Paris, 1988
- CAYTAS I.G./MAHARI J.I.**, Im Banne des Investment Banking, Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich, 1988
- CROSS C.P.**, Intangible assets: extra comfort for the LBO lender, dans: Mergers & Acquisitions Review Nov/Dec 1988, pp. 46-50
- DALLOZ J.P.**, Le hasard et les cours boursiers, Cujas, Paris, 1973

- DE ANGELO H. et L./RICE E.M., Going Privat: minority freezeouts and stockholder wealth, dans: The Journal of Law and Economics, Octobre 1984, p.367
- DE ANGELO H. et L., Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock, dans: Journal of Financial Economics 14(1985), pp.33-69
- DELFOSSE A., Holdings et reprise d'entreprise, Les Editions d'organisation, Paris, 1988
- DEMSETZ H., The structure of ownership and the theory of the firm, dans: The Journal of Law and Economics, Juin 1983, p.375
- DENNIS D.K./McCONNELL J.J., Corporate mergers and security returns, dans: Journal of Financial Economics 16(1986), pp.143-187
- DOERIG H.-U., Finanzmarkt Schweiz: 15 Thesen zu Wegen und Irrwegen, dans: Finanz und Wirtschaft 31.12.1988 No 101, p.13-14
- EARL P./FISHER F.G., International Mergers and Acquisitions, Euromoney Publications, London, 1986
- EFFEKTENBOERSENVEREIN Zürich, Handbuch der Zürcher Effektenbörse: Statuten, Usancen, Börsenordnung und Reglemente, Orell Füssli, Zürich, 1983
- ERNI P., Die basler Heirat: Geschichte der Fusion Ciba-Geigy, Buchverlag der NZZ, Zürich, 1979
- ETTIJANI M., La prise de contrôle d'une société par voie de cession d'actions, Masson, Paris, 1980
- FABOZZI F.J./FERRI M.G./DESSA FABOZZI T./TUCKER J., A note on unsuccessful tender offer and stockholder returns, dans: The Journal of Finance, vol. XLIII 12/1988, pp. 1274-1283

**PAMA E.F./JENSEN M.C.**, Separation of ownership and control, dans:  
The Journal of Law and Economics, Juin 1983, p.301

**FERRERO G.**, La valutazione economica del capitale d'impresa,  
Giuffr , Milano, 1966

**FLAMHOLTZ E.G./COFF R.**, Valuing human resources in buying service companies, dans: Mergers & Acquisitions Review  
Jan/Feb 1989, pp. 40-44

**FORSTMOSENER/NEIER-HAYOZ**, Einführung im Aktienrecht, Verlag Stämpfli & Cie AG, Bern-Zürich, 1980

**FREIHERR V. FALKENHAUSEN B.**, Das Takeover game- Unternehmensk ufe in den USA, dans Information nr 77 der Internationalen Treuhand AG, Basel, 1987

**FRINAULT J.**, Evaluation des entreprises et des droits sociaux, Editions des publications fiduciaires, Paris, 1984

**GILBERT F.S.Jr.**, Financing the leveraged buy-out through the acquired assets, dans: Harvard Business Review jul-aug '78, pagg. 8-16

**GLAIS M.**, Le diagnostic financier de l'entreprise, Economica, Paris, 1986

**GUATEI L.**, La valutazione delle aziende, 3.edizione, Giuffr , Milano, 1987

**GUEDJ N.**, De l'analyse comptable à la gestion financière, Les  ditions d'organisation, Paris, 1986

**HASPELAGE P./JEMISON D.**, Acquisitions: myths and reality, INSEAD working papers nr. 86/34, Fontainebleau, 1986

**HELBLING C.**, L'évaluation d'entreprises, Publications de la Chambre suisse des Sociétés fiduciaires et des Experts-comptables, Zurich, 1977

- HELBLING C.**, Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmaßnahmen und durch Minimierung des betrieblichen Substanzwertes, dans: Die Unternehmung, Nr 3, 1989, pp.173-183
- HUANG Y.-S./WALKING R.A.**, Target abnormal returns associated with acquisition announcements: payment, acquisition form and managerial resistance, dans: Journal of Financial Economics 19 (1987), pp. 329-349
- HUSBDN B.**, La prise de contrôle d'entreprises, PUF, Paris, 1987
- KAEFER K.**, Substanz und Ertrag bei der Unternehmungsbewertung, in: Festschrift Münstermann, Wiesbaden, 1969
- KAESER G.R.**, Ecart schweizerischer Inhaber- und Namenaktien: noch Aufholpotential, dans: Schweizerischer Handelszeitung No 49 du 8.12.1988, p.19-20
- KEANE S.M.**, Stock market efficiency: theory, evidence and implication, Philip Allan Publisher, Oxford, 1985
- KLISIN B.**, Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control, dans: The Journal of Law and Economics, Juin 1983, p.367
- KRAG J.**, Konfliktbezogene Unternehmungsbewertung, Verlag A.Hain, Meisenheim am Glan, 1975
- KRASKER W.S.**, Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information, dans: The Journal of Finance, vol XLI 3/1986, pp. 93-103
- KUENNEMANN M.**, Objektivierete Unternehmungsbewertung, Verlag Peter Lang, Frankfurt a M., 1985
- KURTIN T.**, Aktionärschutz und öffentliche Kaufangebote: neuere Entwicklungen im Recht der USA, Dissertation an der Universität Köln, 1987

- JACOB H.**, Die Bedeutung der Unternehmenssubstanz und die Bedeutung der anderweitigen Kapitalanlage- und Kapitalaufnahme-möglichkeiten für den Wert eines Unternehmens, Heymanns Verlag, Köln, 1972
- JACQUILLAT B./BOLNIK B.**, Les marchés financiers et la gestion de portefeuille, Dunod, Paris, 1981
- JENSEN M.C.**, Takeovers: folklore and science, dans: Harvard Business Review nov-déc 1984
- JENSEN M.C./RUBACK R.**, The market for corporate control: the scientific evidence, dans: Journal of Financial Economics 11(1983), pp.5-50
- LEHMANN M.**, Eigenfinanzierung und Aktienbewertung, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1978
- LEIBACHER W.**, Chartisten und Fundamentalisten, dans: Schweizer Bank, avril 1989, p.54
- LERBINGER P.**, Das grosse Buch der Aktie, Fortuna Finanz Verlag, Ebmatingen/ZH, 1987
- LETECE H.**, La défense du mandat fiduciaire par la direction d'entreprise, dans: Journal des Associations patronales 8, 23 février 1989
- MAHARI J.**, Rückkehr zur Aktionärsherrschaft als unternehmerische Chance und rechtspolitischer Impuls, dans: La société anonyme suisse, 60ème année, 1988/1, pp.14-29
- MAHARI J.I.**, "Soft Factors" bei Firmenübernahmen: Rücksichtnahmen, Bewertungs- und Wertungsproblemen, Imponderabilien und ihre Beherrschung, dans: Mitteilungen der Vereinigung Christlicher Unternehmer der Schweiz, N.298, juin 1989
- MARREN H.J.**, Mergers & Acquisition: will you overpay?, Dow Jones-Irwin, Homewood Ill., 1985

- MABULIS R.W.**, Stock repurchase by tender offer: an analysis of the causes of common stock price changes, dans: The Journal of Finance, Mai 1980, p.305
- MEEKS G.**, Disappointing Marriage: a study of the gains from merger, Cambridge University Press, Cambridge, 1977
- MELLEROWICZ K.**, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen, 1952
- MEBBAGE** du Conseil Fédérale concernant la révision du droit des sociétés anonymes, du 23 février 1983
- MIKKELSON W.H./ROBACK R.S.**, An empirical analysis of the inter-firm equity investment process, dans: The Journal of Financial Economics 14(1985), pp. 523-553
- MOELLER D.C.**, The determinants and effects of mergers: an international comparison, Oelgeschlager-Grum & Hain Publishers, Cambridge-Massachusetts, 1980
- MUNZINGER B.**, Ueber die Preisbildung am Aktienmarkt, Diss.der Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät Zürich, 1968
- MOBEL P.**, Konsequenzen für das schweizer Recht aus amerikanischer Erfahrung? Ein kritischer Streifzug, dans R.Zäch, Corporate acquisition and takeover in the USA, Verlag Paul Haupt, Bern, 1987
- PARENT J.**, Les firmes industrielles 3, PUF, Paris, 1985
- PENE D.**, Valeur et regroupements des entreprises: méthodes et pratiques, Dalloz, Paris, 1979
- POURBAIX C.**, Valeur de l'entreprise: critères et mesures, Dunod, Paris, 1969
- RADKE M.**, Die grosse betriebswirtschaftliche Formelsammlung, Verlag Moderne Indusrtie, München, 1966
- RETAIL L.**, Les titres de sociétés et leur évaluation, Librairie Sirey, Paris, 1961

- RETAIL L.**, Fusions et scissions de sociétés, Etude juridique, financière et fiscale, 4e édition, Librairie Sirey, Paris, 1968
- ROSENFELD F.**, L'évaluation des actions, synthèse de travaux de la Fédération Européenne des Associations d'Analystes Financiers, Dunod, Paris, 1975
- SAGE E.**, Comment évaluer une entreprise, Editions Sirey, Paris, 1979
- SCHLSIS K.**, Börsengewinne dank besserer Aktienkursprognose, Fortuna Finanz Verlag, Niederglatt/ZH, 1984
- SCHLEMBACH H.**, Die Bewertung von Aktien, 3. Auflage, Verlag Moderne Industrie, München, 1980
- SCHMALENBACH E.**, Beteiligungsfinanzierung, 9. Auflage, élaboré par: Bauer R., Köln, 1966, p.67 s.
- SCHWIZERISCHE VEREINIGUNG FUER FINANZANALYSE UND VERMOEGENSVERWALTUNG**, Kommission "Information der Aktionäre", Zweiundzwanziger Tätigkeitsbericht
- SENN N.**, Die Führungs- und Kontrollaufgaben des Verwaltungsrates bei grossen gesellschaften im Spannungsfeld zwischen Gesetzgebung und Praxis, polycopié de l'exposé auprès de la Zürcher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft le 26.10.1988
- EHZ** Fusionskalender 88, Wer übernahm wen: Firmenübernahmen, Fusionen, Kooperationen und Beteiligungsabkommen 1977-1987, Publikation der Schweizerische Handelszeitung - Gruppe
- SIESEN G./ZAPF B.** Hrsg, Unternehmensbewertung als Grundlage unternehmerischen Entscheidungen, Poeschel Verlag, Stuttgart, 1982
- SOLOMON E.**, Théorie de la gestion financière, traduction depuis: The Theory of Financial Management, Dunod, Paris, 1972

- SNITH W.K.**, Handbook of strategic Growth through mergers and acquisition, Prentice-Hall, New Jersey, 1985
- Société Fiduciaira Suisse**, Apropos, nro 52, 1/1983
- SUMMERS L.H.**, Does stock market rationally reflect fundamental values?, dans: The Journal of Finance, vol XLI 7/1986, pp.591-601
- TABATONI P.**, La dynamique financière, Les Editions d'organisation, Paris, 1988
- TOPSCALIAN P.**, Cas de strategie financière, Vuibert, Paris, 1988
- TRAVLOB N.G.**, Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns, dans: The Journal of Finance, vol. XLII 9/1987, pp. 942-963
- ULRICS P./PLURY E.**, Management, 3ème édition, Verlag Maupt, Bern-Stuttgart, 1984
- VAN HORNE J.C.**, Gestion et politique financière: la gestion à long terme, traduction de: Financial Management Policy, Dunod, Paris, 1981
- VATINET R.**, Les défenses anti-OPA, Revue des Sociétés (doctrine) pagg. 539-568, Paris, 1987
- VESTER F.**, Zukunftsprognosen, Modelle, Strategien, dans: Buchwald K./ Engelhardt W., Handbuch für Planung, Gestaltung und Schutz der Umwelt, Band 4, Umweltpolitik, München, 1980, pp. 32-73
- VIANDIER A.**, Les défenses anti-OPA aux Etats-Unis, La Revue Banque n. 469, Paris, 2/1987
- VIEL J./BREDT O./RENARD M.**, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, 5. Auflage, Verlag Schweizerischen Kaufmännischen Vereins, Zürich, 1975

**VIZZAVONA P.**, Evaluation des entreprises, tome 2, 5ème édition,  
Atol, Paris, 1987

**WAGNER J.**, Was ist mein Unternehmen Wert?, Weka-Verlag, Kissing,  
1981

**WEISS G.**, Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, Bd.VII:  
Obligationenrecht, 2.Abteilung: Aktienrecht, 1.Lieferung:  
Einleitung, Bern, 1956

**WIEDEMANN H.**, Minderheitschutz und Aktienhandel, Stuttgart, 1968

**WOHLMANN H.**, Die Treuepflicht des Aktionärs, Dissertation à l'U-  
niversité de Zürich, 1967

**WUFFLI P.A.**, Wertsteigerung oder Ueberleben als Institution?,  
dans: NZZ Nr.268 du 16.11.1988, p.41

**ZAECH R.**, Hrsg, Corporate acquisitions and takeovers in the USA,  
Verlag Paul Haupt, Bern, 1987

**ZEHNDER H.P.**, Die Umgestaltung einer privaten Aktiengesellschaft  
in eine Publikumaktiengesellschaft, Dissertation an der  
Hochschule St.Gallen, 1981

**ZIMMERMANN G.**, Was kostet der goodwill, dans: Finanz und Wirt-  
schaft No 83 22.10.1988, p.39

**B. PUBLICATIONS, REVUES, JOURNAUX**

**Kantonales Börsenkommisariat, Zürich**

- Kursblatt für Höchst- und Tiefstkurse der Zürcher Effektenbörse im Jahre 1988

**Neue Zürcher Zeitung (NZZ)**

- 27 novembre 1987 No 276 p.33, Finanzanalysen wohin?
- 23/24 janvier 1988 No 18 p.33, Rückzug ins Reduit? Zum künftigen Umgang mit vinkulierten Namenaktien
- 6/7 février 1988 No 30 p.33, Was sind die "Interessen von Unternehmen"?
- 1 novembre 1988 No 255 p.35, Graue Zonen in der britischen Fusionspolitik
- 8 novembre 1988 No 261 p.35, Starke Berührungängste japanischer Firmen
- 15 novembre 1988 No 267 p.35, Amerikas Unternehmen stehen weiterhin zum Verkauf
- 16 novembre 1988 No 268 p.41, Wertsteigerung oder Ueberleben als Institution?
- 23 décembre 1988 No 300 p.33, EG-Richtlinien für Uebernahmeangebote
- 3 janvier 1989 No 1 p.22, Frankreichs Abwehr von Beteiligungsoffensiven
- 14 février 1989 No 37 p.33, Hoher Londoner Verlust der Bankgesellschaft
- 22/23 avril 1989 No 93 p.33, Zwischen Chancenblindheit und Risikofreude
- 12 mai 1989 No 108 p.37, Wandelanleihen als Waffe gegen Raider?
- 12-13 août 1989 No 185 p.31, Schiefastiger Uebernehmenskodex
- 7-8 octobre 1989 No 233 p.33, David gegen Goliath

### **Finanz und Wirtschaft (FuW)**

- 14 novembre 1987 p.1, Börsenjongleure oder Wirtschaftskapitäne?
- 20 février 1988 p.15, Steckt im BP-Kurs Management Phantasie?
- 16 mars 1988 pp. 1 et 13, Takeovers in Switzerland, d'après un séminaire du Conseil de FuW
- 30 mars 1988 p.1, Die neuen Aktionäre
- 23 novembre 1988 p.35, Leveraged Buyouts - Flucht oder Segen?
- 7 décembre 1988 p.17, Sieben neue Börsenmiliardäre
- 23 novembre 1988 p.25, Viel Porzellan zerschlagen
- 29 mars 1989 p.23, Kapitalanlagepreis-Modell (CAPM)
- 21 juin 1989 p.19, Das Beta der Portefeuille-Absicherung
- 1 juillet 1989 p.13, Information schützt vor Uebernahmen
- 15 juillet 1989 p.15, "Der Uebernahmekodex ist wie ein Pflaster auf dem Holzbein", Interview avec E. Gouzer-Waechter
- 2 septembre 1989 p.13, Unschweizerischer Schnellschuss

### **Schweizerische Handelszeitung (SHZ)**

- Finanzanalyse, différents études, décembre '87 - novembre '88
- 28 janvier 1988 No 4 p.1, Apartheid für Aktionäre
- 11 février 1988 No 6 p.1, Geprellte Aktionäre
- 10 mars 1988 No 10 p.51, Vergoldete Bilanzen
- 27 avril 1989 No 17 p.15, Takeover-Welle

### **Le Monde**

- 4 mars 1989, Les cadres dans la tourmente, dans Le Monde Affaires pp. 4-7

**Le Nouvel Economiste**

- 26 février 1988 No 632, Paris: pourquoi la bourse a remonté

**Corriere della sera**

- 9 fevrier 1989 p.15, Redditi da risparmio, così le tasse CEE

**Corriere del Ticino**

- 21 février 1989 p.27, La difesa di interessi contrastanti impone la regolamentazione delle OPA

**TIME Magazine**

- 5 décembre 1988 pp.40-44, Where's the limit

**Bilanz**

- avril 1989 pp.299 s., Pensionskassen wie in einem Gottesdienst
- juillet 1989 pp. 81-86, Nichts als Schrott

**Politik und Wirtschaft**

- septembre 1987 pp.52-66, Going Public
- mars 1989 pp. 42-60, Titelthema: Uebernahmen
- juillet 1989 pp. 75-78, Mit Uebernahmen muss man leben lernen

### **Die Weltwoche**

- 23 février 1989 p.23, Braucht Sulzer amerikanische Herzschrittmacher?

### **Caeb**

- 22 septembre 1989 p.5, Börsenkodex: eine verpasete Gelegenheit, de T.Tettamanti

### **Association suisse des Banquiers**

- Rapport annuel 1986/87 ; 1987/88
- Directives sur l'exercice du droit de vote des actions en dépôt

### **Index**

- 1/89 pp.37-39, Leveraged Buyouts-Symptome und Syndrome, volks- und betriebswirtschaftlich

### **Publications de basques**

- UBS , Schweizer Aktienführer 1988/89
- Vontobel, Research Report: Swiss Stock Guide, 20.2.'89
- Vontobel, Research Report: Swiss Stock Guide, 24.4.'89
- Vontobel, Etudes économiques, valeur intrinsèques, juin 1987
- Vontobel, Etudes économiques, valeur intrinsèques, avril 1989
- Vontobel, Etudes économiques, bénéfiques, avril 1989
- Vontobel, PK Cash Flow 2010: Die Entwicklung des Kapitalstocks der 2.Säule und die Auswirkungen auf den Schweizer Kapitalmarkt, mars 1985

- **Vontobel**, Economic outlook drug stock comparison, février 1989
- **Bordier & Cie**, Analyse de Hürlimann, juin 1989
- **Bordier & Cie**, L'Italie au rabais, janvier 1989
- **BBS**, Differentes études de placements, mai '88- février '89
- **BBS**, Unternehmenszusammenschlüsse in der Schweiz 1973-1985, Bankverein-Heft Nr.30

**C. LISTE DES INTERVIEWE**

17.9.1988

**Avv. Tito TETTAMANTI**, Lugano

9.2.1989

**Michael SJÖSTRÖM**, Analyste financier, Bordier & Co, Genève

10.2.1989

**Daniel M. REGOLATTI**, Directeur Finance, Nestlé SA, Vevey

15.2.1989

**Emil REBMANN**, Directeur Finance, SIKA Finanz AG, Baar

17.2.1989

**Prof.Dr. Benno LUTZ**, Ordinaire de sciences financières à la  
Haute Ecole de St.Gall, St.Gall

20.2.1989

**Félix F.J.M DONY**, Directeur Finance et membre du conseil de  
direction, HERO AG, Lenzburg

23.2.1989

**Dr. BOBCEÜG**, Directeur Finance, Ciba Geigy AG, Bâle

23.2.1989

**Alessandra MIEDECKER-STOPPER/Thomas BRAUN/ Mirko BANGIORGIO**,  
Analystes financiers, Banca della Svizzera Italiana,  
Zurich

24.2.1989

**Claudio WEROER**, vice directeur études économiques,  
Bank J.Vontobel & Co, Zurich