

Les Echos

Le Quotidien de l'Economie

Avec le concours de

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Supplément gratuit au n° 18.255 du mercredi 11 octobre 2000. Ne peut être vendu séparément

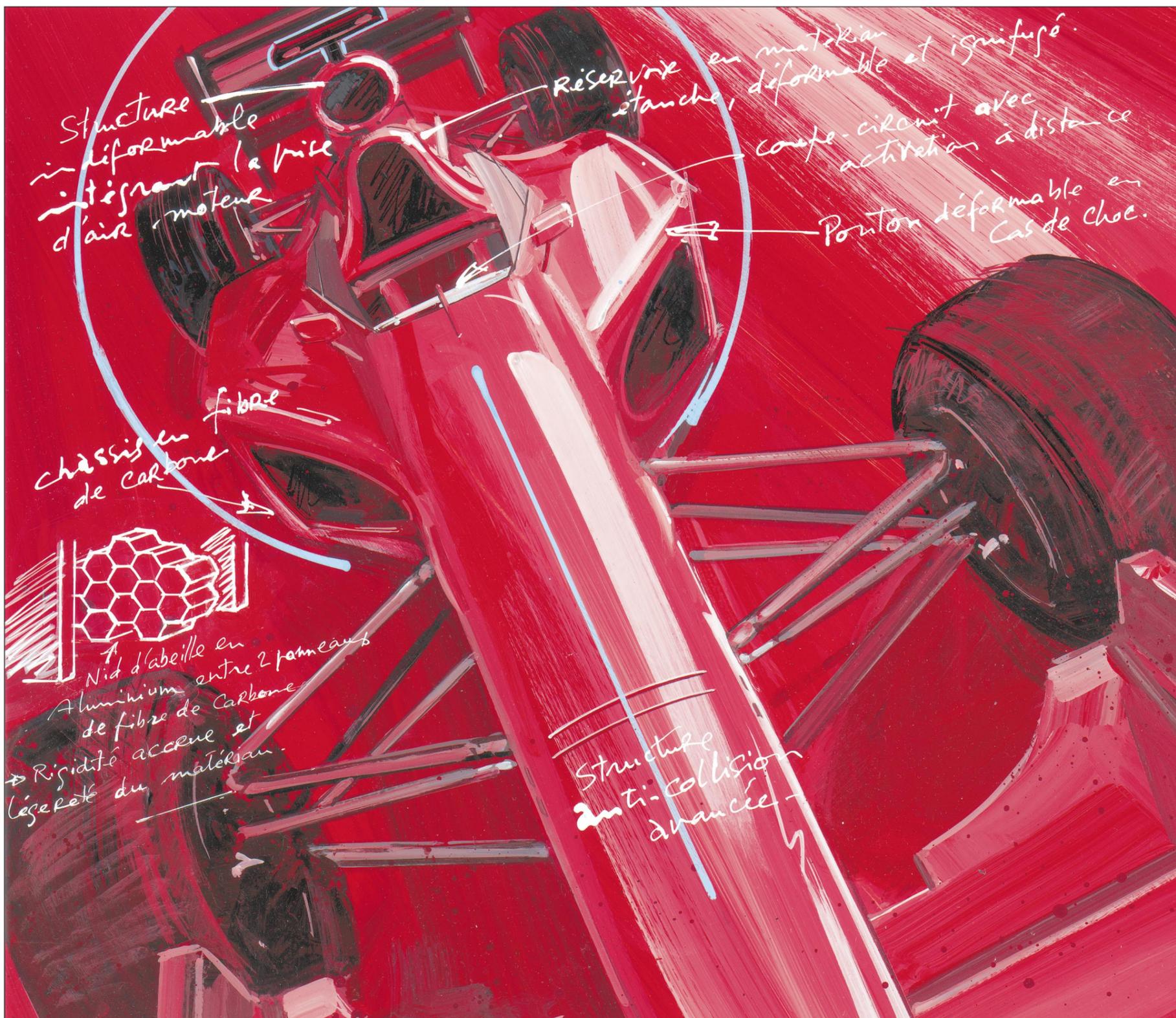


Illustration : Jean-Pierre Djivanidès

L'Art de la gestion des risques

3

12 parutions. En collaboration avec le *Financial Times*.
En association avec



 **france telecom**
bienvenue dans la vie.com

3

Gérer le risque global

Par Lisa Meulbroek, Harvard Business School

Pages 2 et 3

Les risques de la stratégie d'externalisation

Par Fouad Arfaoui, Guy Bohbot et Bernard N'Gazo, PricewaterhouseCoopers

La stratégie d'externalisation est porteuse de risques qu'il importe de maîtriser. Les évolutions actuelles plaident pour l'adoption d'une démarche fondée sur la création de valeur comme critère de choix entre l'intégration et l'externalisation.

Pages 4 et 5

L'analyse des risques d'un business plan

Par Michel Santii, professeur de stratégie et politique d'entreprise au Groupe HEC

Pour réussir une analyse pertinente des risques au sein d'un business plan, on peut recommander de suivre un plan qui se décompose en sept étapes dont la première, l'identification, est capitale. Méthodes et moyens pour y parvenir.

Pages 6, 7 et 8

Avantages réels de la diversification

Par Deborah J. Pretty et Rory F. Knight, Templeton College, Oxford

Au nom de la création de valeur, des empires industriels bâtis dans les années 80 sur le principe de la diversification des activités ont été démembrés une décennie plus tard. La diversification géographique, elle, plaît toujours aux actionnaires.

Pages 8 et 9

Risque et alliances : s'assurer une place sur le podium

Par Benjamin Gomes-Casseres, Graduate School of International Economics and Finance

Aujourd'hui, les stratégies d'alliance permettent aux entreprises de réduire leur exposition au risque par rapport aux standards technologiques concurrents. Elles aident aussi à définir des options financières pour des développements futurs.

Pages 10 et 11



Lisa Meulbroek

Lisa Meulbroek est professeur adjoint à la Harvard Business School. Ses recherches portent sur la gestion des risques d'entreprise, la rémunération des cadres, l'efficacité du marché et la gestion financière des entreprises.

Gérer le risque global

La gestion intégrée permet de rassembler et rationaliser tous les risques auxquels une entreprise se trouve confrontée.

LISA MEULBROEK

Les dirigeants ont toujours essayé de mesurer et de contrôler les risques dans leur société. Or, la croissance et le développement prodigieux des technologies électroniques et financières ont enrichi la palette des techniques de gestion des risques (risk management).

La gestion « intégrée » des risques est un premier exemple qui offre une nouvelle opportunité de créer de la valeur pour les actionnaires. Par gestion « intégrée », on entend l'identification et l'évaluation des risques collectifs susceptibles d'affecter la valeur de l'entreprise, mais aussi la mise en œuvre d'une stratégie à l'échelle de celle-ci pour les gérer. L'idée, derrière ce concept, est que le profil de risque d'une société est malléable. Les managers peuvent choisir de conserver certains risques et de se protéger contre d'autres. Il n'y a pas d'abri sûr : faute de concevoir une stratégie active de gestion des risques, on prend ipso facto la décision de conserver tous les risques susceptibles de se produire à travers les activités.

La gestion des risques a le potentiel de créer de la valeur de plusieurs façons : elle diminue la probabilité de rencontrer des difficultés financières ; elle réduit les risques pour les dirigeants qui ont investi une bonne quantité de leurs actifs dans des parts de l'entreprise ; et elle peut faire baisser la charge fiscale pesant sur cette dernière. Les structures d'imposition progressive encouragent les entreprises à lisser leurs gains afin de réduire le montant de leurs impôts, ce que permet justement de faire le risk management. Cette approche offre aussi la possibilité à l'entreprise d'augmenter sa capacité d'endettement afin de bénéficier de la protection fiscale supplémentaire qui va de pair. Enfin, elle aide les investisseurs à évaluer la performance de la société en maintenant un niveau de risque spécifique.

Longtemps perçue comme une théorie, la gestion intégrée des risques est devenue depuis peu une approche pratique grâce au développement des marchés liquides pour tout un éventail d'instruments financiers. Autre facteur tout aussi important dans cette évolution du marché des capitaux : l'expérience réussie de l'application de la théorie moderne des finances à la pratique de la gestion des risques. Auparavant, la gestion des risques était rarement appliquée de façon systématique et intégrée à l'ensemble de la société. Aujourd'hui, les dirigeants peuvent analyser et contrôler différents risques dans le cadre d'une politique unifiée ou intégrée.

Les méthodes d'intégration

Les entreprises ont trois moyens à leur disposition pour mettre en œuvre leurs objectifs de gestion des risques : modifier les opérations de la société, ajuster la structure de son capital et utiliser des instruments financiers ciblés. C'est l'interaction entre tous ces mécanismes qui forme la stratégie de gestion des risques de la société. Bien évidemment, les managers devront peser les avantages et les inconvénients d'une stratégie donnée pour identifier la meilleure combinaison possible (voir figure 1 ci-contre). Une compagnie aérienne, par exemple, peut gérer son exposition à la volatilité du prix des carburants à travers un plan opérationnel. Quand les prix sont élevés, elle peut demander à ses pilotes de voler plus lentement ou encore investir dans des avions moins gourmands en carburant. Bien sûr, ces deux mesures opérationnelles ne sont pas sans conséquences financières. Si les temps de trajets aériens s'allongent, les passagers risquent de changer de compagnie. De même, le remplacement de la flotte par des appareils consommant moins peut s'avérer finalement plus onéreux que de subir la volatilité du prix des carburants.

Il est évident que les techniques de gestion des risques opérationnels diffèrent en fonction des entreprises. L'une des méthodes opérationnelles employées par Microsoft pour gérer ses risques, par exemple, est le recours à la main-d'œuvre tempo-

raire. En réduisant son levier opérationnel (en l'occurrence les coûts fixes liés à un effectif permanent supérieur), Microsoft dispose de plus de souplesse pour répondre aux aléas susceptibles d'affecter la demande, la technologie ou la réglementation, ce qui améliore ses chances de survie et atténue l'éventualité de risques secondaires encore plus graves.

Dans le domaine de la gestion des risques opérationnels encore, on peut aussi prendre l'exemple de Walt Disney et des conditions météorologiques. Les mauvais temps réduisent considérablement le nombre de visiteurs de parcs à thème et expose donc ce géant du secteur des loisirs à un risque non négligeable. Un facteur qui touche aussi ses clients. Une destination touristique assortie du risque d'une météo défavorable expose potentiellement le visiteur au facteur mauvais temps. La décision prise par Walt Disney en 1965 de construire DisneyWorld dans un climat chaud et ensoleillé (Orlando en Floride) a réduit sa propre exposition – et celle de ses clients – aux risques d'une météo peu clémente.

Cependant, cette décision a aussi modifié son profil de risque à d'autres égards. Quand Walt Disney a acheté 14.000 hectares à Orlando, le lieu n'était pas situé à proximité des grandes agglomérations et le coût du trajet en avion pour s'y rendre était important. L'enjeu pour Walt Disney, à ce moment-là, était donc de faire face aux longues distances que devaient parcourir la plupart de ses clients pour visiter le parc, ce qui augmentait l'exposition au prix des carburants et à celui des voyages aériens ainsi qu'aux fluctuations d'ordre économique.

L'autre modèle opérationnel possible pour Walt Disney est d'implanter plusieurs parcs à thème situés près de différentes grandes agglomérations pour permettre à ses clients de prendre connaissance des prévisions météorologiques avant de se déplacer. En cas de météo défavorable, le nombre de visiteurs réduit, mais l'exposition des clients au mauvais temps diminue d'autant. Cette stratégie fonctionne bien à Disneyland Paris : les visiteurs des agglomérations alentour peuvent se rendre au parc en une heure ou deux, ce qui leur permet de passer outre le facteur mauvais temps en leur donnant la possibilité de reporter leur visite.

Certains risques ne peuvent être gérés opérationnellement, soit parce qu'il n'existe pas d'approche opérationnelle, soit parce que celle-ci est trop onéreuse ou contraire aux objectifs stratégiques de la société. Les instruments financiers ciblés comme les produits dérivés (contrats à terme, produits à terme ou options) ou les contrats d'assurance peuvent constituer une alternative aux méthodes opérationnelles de réduction des risques. Ces instruments, disponibles pour de multiples marchandises, monnaies, indices boursiers et taux d'intérêt, s'élargissent aujourd'hui pour intégrer des risques comme le temps. Les techniques de risk management ont un double objectif : réduire la probabilité qu'un risque se produise ou diminuer son impact en cas d'apparition.

Les instruments financiers ciblés, eux, interviennent au niveau des conséquences, car ils atténuent ou réduisent l'impact des risques sur la valeur de la société quand ils se produisent. Une compagnie aérienne qui utilise des contrats sur le carburant, par exemple, peut déterminer le prix qu'elle paiera pour celui-ci pendant la durée de son contrat, ce qui réduit son exposition à la volatilité du prix des carburants. De la même manière, elle peut signer des contrats de change pour se couvrir contre ce type de risque.

L'avantage de la gestion des risques avec ces instruments financiers, c'est qu'elle permet aux entreprises de se focaliser sur un risque spécifique et de se couvrir à faible coût. Ironie de la chose, cette capacité à cibler les risques est aussi à l'origine de son principal inconvénient : elle n'est possible que s'il existe des instruments financiers spécifiques pour le risque visé. On peut donc comprendre que Microsoft se fie à d'autres approches de gestion des risques en estimant que la plupart de ses risques principaux ne

Les Echos

Directeur général, directeur des publications : David GUIRAUD

Directeur délégué : Eric NOBLET

Directeur de la rédaction, rédacteur en chef : Nicolas BEYTOU

L'Art de la Gestion des Risques

Rédacteur en chef adjoint : Patrick LAMM

Coordination et secrétariat de rédaction : Pascale BARON

Valérie MAILLARD

Pour recevoir les cahiers de l'Art de la Gestion des Risques, reportez-vous à la page 11.

son pas corrélés par les instruments financiers existants. De plus, ces instruments protègent uniquement contre les risques dont on peut prévoir la nature et l'ampleur. Toutefois, la panoplie des instruments financiers disponibles continue à augmenter.

Quand les chefs d'entreprise ne peuvent prévoir avec exactitude la source ou l'ampleur d'un risque spécifique, ils peuvent utiliser la structure de capital de la société comme tampon contre toutes les sortes de risques. En diminuant l'endettement de l'entreprise et en augmentant ses fonds propres, les dirigeants peuvent réduire l'exposition globale des actionnaires au risque. Si l'endettement de la société est faible, cela signifie qu'elle a moins de dépenses fixes, ce qui se traduit par une grande flexibilité pour faire face à la volatilité susceptible d'affecter sa valeur, quelle qu'en soit la source.

Microsoft utilise beaucoup ses fonds propres comme cousin financier face aux risques, en complément de sa politique opérationnelle. Le groupe n'a pas de dettes en souffrance et possède à l'heure actuelle une trésorerie de 18 milliards de dollars environ. Cette absence de levier (ou levier négatif) lui donne une flexibilité très intéressante lorsque les coûts liés aux situations financières tendues sont élevés. Cette politique peut aussi refléter sa volonté de réduire les risques supportés par quelques-uns de ses hauts dirigeants possédant une fraction substantielle de ses actions en circulation.

L'avantage premier de gérer les risques en utilisant une plus grande partie des fonds propres est que ceux-ci constituent un cousin ou un dispositif de protection polyvalent contre les risques divers. Il y a certains risques que la société peut mesurer précisément. Ceux-ci sont généralement bien cernés par la gestion ciblée des risques. Les fonds propres, eux, assurent une protection polyvalente contre les risques que l'on ne peut identifier à l'avance ou pour lesquels il n'existe pas d'instruments financiers spécifiques. Plus la somme de risques que l'on ne peut évaluer ou protéger est grande, plus le cousin de la société devra être important. Le prix à payer pour cette utilisation des fonds propres en tant qu'outil de gestion des risques est la perte de certains avantages fiscaux sur les intérêts du fait de la réduction de l'endettement. Ce qui n'est pas le cas pour les dirigeants qui modifient opérationnellement le profil de risque de leur société ou utilisent des instruments financiers ciblés, puisqu'ils augmentent leur capacité d'emprunt.

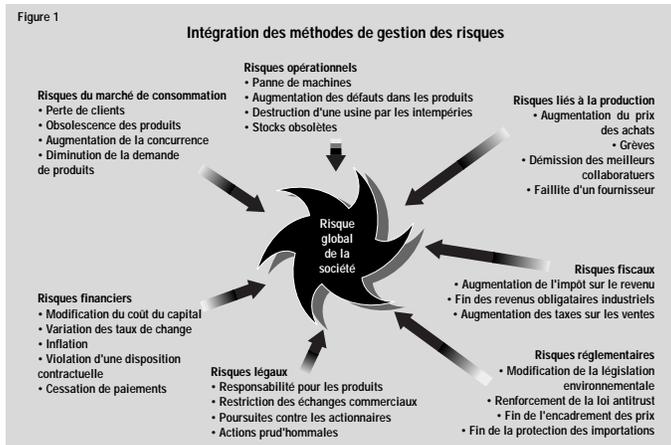
Les outils de risk management peuvent se substituer les uns aux autres ou se compléter. Et, comme ils ont des effets similaires sur les risques courus par la société, ils permettent de relier entre elles des décisions managériales apparemment sans rapport. En effet, comme la structure du capital n'est que l'un des composants d'une stratégie de gestion des risques, il est impossible de prendre une décision efficace à son égard sans tenir compte des autres décisions en la matière. Ainsi, la décision prise par les dirigeants sur le ratio endettement/fonds propres optimal de la société est inextricablement liée à celle de construire ou non une usine dans un pays étranger, qui est elle-même liée à celle d'élargir ou non la ligne de produits.

Couvrir les risques agrégés

Le terme « intégration » désigne à la fois l'application combinée des trois outils nécessaires à la mise en œuvre d'une stratégie de gestion des risques et l'agrégation de tous les risques auxquels la société doit faire face. Le risk management exige que l'on gère le risque total de la société, car c'est son exposition globale qui lui permettra ou non d'éviter les situations financières tendues. Quand on agrège les risques, on favorise la compensation, totale ou partielle, entre certains risques distincts au sein de la société. Par conséquent, dès que l'on élabore des couvertures ou des assurances pour gérer les risques d'une société, il suffit d'envisager les expositions nettes sans considérer chaque risque séparément. Ce calcul des besoins nets réduit sensiblement les coûts et améliore l'efficacité de la gestion des risques.

L'intégration de la gestion des risques peut ajouter de la valeur à la société, car elle lui permet d'acheter des contrats d'assurance plus efficaces. Il s'agit d'une manière moins onéreuse de gérer le risque global ou « risque d'entreprise ». En 1997, le groupe de produits technologiques Honeywell, par exemple, a signé un contrat de ce type. Cet accord, le premier du genre, combinait une protection contre les risques traditionnellement assurables (assurance IARD) et le risque de change, un risque lié au marché financier plus généralement géré par des produits dérivés. Sa plus grande innovation était de couvrir les pertes agrégées de Honeywell. En d'autres termes, cette police contenait une franchise agrégée et non une franchise séparée pour chaque risque. En agrégeant ainsi les risques individuels et en assurant son risque global, Honeywell avait diminué de 15 % le prix de sa police.

En fait, quand il avait une somme importante de franchises, Honeywell était contraint d'acheter une couverture d'assurance plus large que celle dont il



avait besoin. Pour étayer ce propos, supposons que Honeywell soit confronté à trois risques de pertes : responsabilité civile pour ses produits, incendie et taux de change. Imaginons aussi que ce groupe désire « être son propre assureur » jusqu'à un plafond de pertes de 30 millions de dollars. Avec l'ancien système, il aurait dû demander une franchise de 10 millions de dollars pour chacun des trois risques précités alors que, désormais, il peut réclamer une seule franchise agréée de 30 millions de dollars.

Imaginons maintenant qu'il fasse l'objet d'un jugement en responsabilité civile pour ses produits d'un montant de 25 millions de dollars et qu'il ne subisse aucune perte pour cause d'incendie ou de change. Dans ce cas, il recevra 15 millions de dollars (les 25 millions de dollars de pertes nettes, moins la franchise de 10 millions de dollars) avec les polices séparées, même s'il est capable d'absorber la perte totale de 25 millions de dollars (puisque celle-ci est comprise dans son plafond prédéterminé de 30 millions de dollars). En revanche, avec sa police agréée accompagnée d'une franchise de 30 millions de dollars, Honeywell ne recevra rien pour sa perte de 25 millions de dollars puisque celle-ci est inférieure au montant de sa franchise. Bien évidemment, le groupe aurait été content de bénéficier de la couverture la plus élevée. Mais, au moment où il définit sa stratégie de gestion des risques, il doit payer des primes d'assurance plus élevées pour cette couverture supplémentaire non désirée. Si, au contraire, il achète une police exhaustive couvrant les trois types de risques, il paiera moins pour sa franchise de 30 millions de dollars et recevra la couverture qu'il souhaite.

Le principe général illustré par la politique de Honeywell est que la protection des risques agrégés coûte moins cher que celle des risques individuels, même quand les primes pour chaque risque sont équitables sur le plan actuariel. De plus, la couverture agréée est mieux adaptée aux besoins de la société en termes de gestion des risques. Après tout, l'exposition de la valeur de la société ne dépend pas de la source de risque en elle-même, mais du risque total. Une société peut donc préférer une assurance qui lui offre des indemnités quand les conséquences de ses risques agrégés excèdent un montant prédéterminé.

Des relations inextricables

Pour élaborer une stratégie de gestion des risques efficace, un manager doit examiner les effets transversaux dans toute la société. En se focalisant sur un risque spécifique, il peut créer ou exacerber d'autres types de risques. Ces interactions entre les risques ne sont pas toujours manifestes, spécialement quand elles se produisent entre des entités qui n'ont pas de liens entre elles.

Nous en avons eu un exemple à la fin des années 80. En 1988, la banque spécialiste des marchés financiers Salomon Brothers, avait voulu évoluer vers le métier de banque d'affaires sur une large échelle en prenant la direction d'un groupe d'investissement qui avait vainement tenté d'acquiescer le groupe de tabac et produits alimentaires RJR Nabisco par une opération de rachat avec effet de levier. Malgré son échec, cette tentative avait montré aux agences de notation et autres parties prenantes que la banque Salomon était prête à accroître son risque total. Ce changement dans son profil de risque s'était répercuté sur son activité existante de produits dérivés basée sur les clients – une source de profits importante pour elle.

L'activité prospective de banque d'affaires avait pourtant peu de liens avec celle de produits dérivés : les employés, la technologie et les clients étaient différents. Mais, comme Salomon exerçait les deux métiers, son évolution vers une activité plus risquée

avait affecté son risque global et son crédit. Son activité de produits dérivés était particulièrement sensible au risque de crédit, car sa solide réputation de solvabilité était capitale pour ses clients. En s'orientant vers le métier de banque d'affaires, Salomon Brothers avait montré qu'elle était prête à augmenter son exposition globale aux risques.

Cet exemple montre que, lorsque plusieurs activités sont regroupées sous une même ombrelle institutionnelle, le risque couru par chaque activité est partagé par toutes les autres. Cet exemple montre aussi que les considérations sur le risque s'insinuent dans toutes les grandes décisions de la société. Quand une entreprise change de stratégie sur ses activités, elle modifie généralement son profil de risque, créant ou supprimant ainsi de la valeur. Les décisions sur la gestion des risques doivent être prises à l'échelle de la société parce que les conséquences du contrôle d'un risque particulier affectent la valeur de la société tout entière.

De tout temps, les dirigeants ont pratiqué une certaine forme de gestion des risques, implicite ou explicite. Cependant, dans la structure classique, les risques sont cloisonnés : le service financier s'occupe de l'exposition au taux de change et parfois au risque de crédit ; les traders sur marchandises concentrent leurs efforts sur le risque lié au prix des marchandises ; les directeurs opérationnels et de production envisagent ceux qui découlent du processus de fabrication ; le responsable risque-assurance ne voit que les risques IARD. Par conséquent, les directeurs des diverses entités institutionnelles devront coordonner leurs activités de gestion des risques s'ils veulent mettre en place une stratégie intégrée.

La première étape

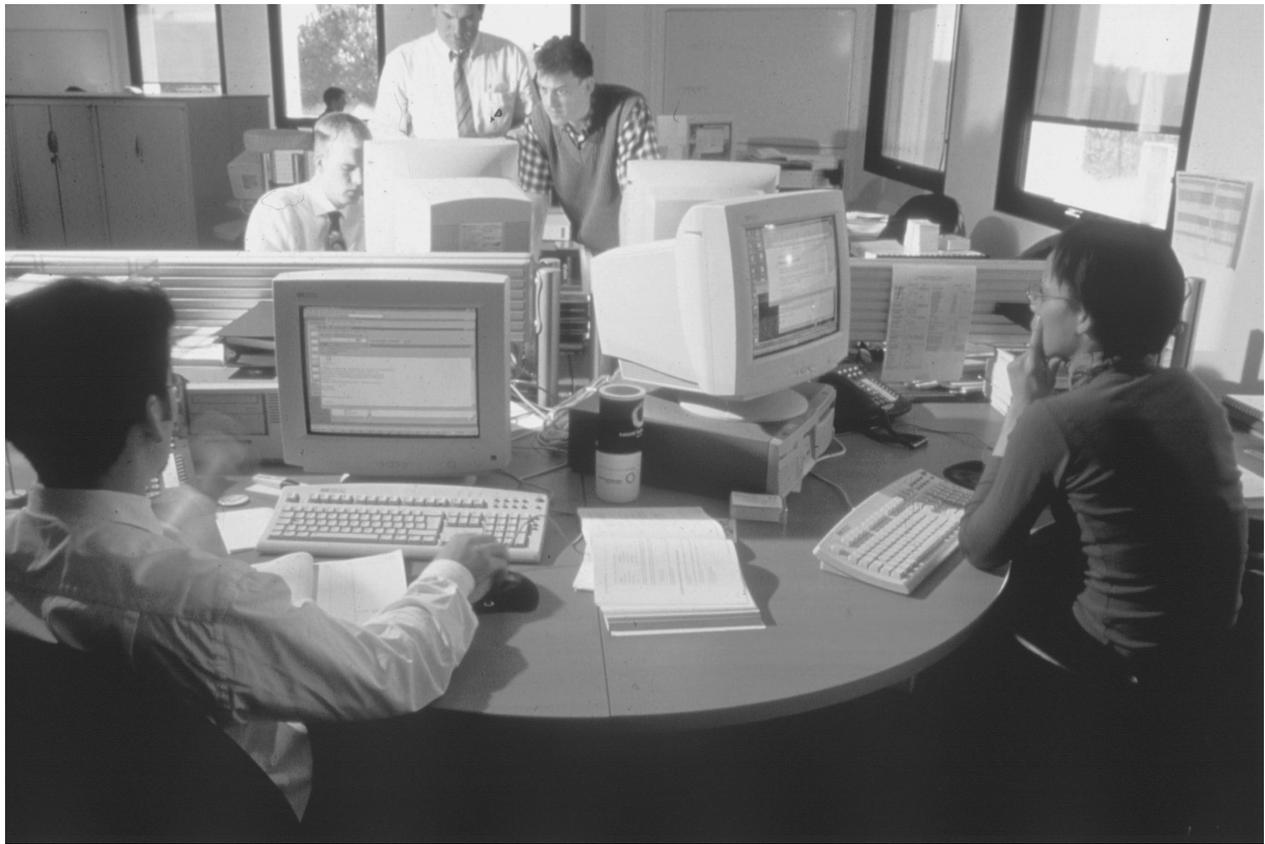
La coordination étant la première étape, la gestion intégrée des risques exige une approche plus « stratégique » que « tactique ». La gestion tactique, plus courante aujourd'hui, a des objectifs plutôt limités. Elle englobe généralement la couverture de contrats ou d'autres engagements à terme explicites, comme l'exposition au taux d'intérêt lié à l'endettement. Imaginons une entreprise utilisant comme monnaie le dollar américain qui achète une machine à une société allemande avec une livraison prévue dans six mois. L'action tactique consiste pour la société à se couvrir contre les fluctuations des taux de change dollar-mark susceptibles d'affecter le contrat avant la livraison. En revanche, la couverture stratégique porte plus largement sur la façon dont ces fluctuations des taux de change risquent de se répercuter sur la valeur de la société dans son intégralité. Elle analyse comment ces mouvements affectent l'environnement concurrentiel de la société, y compris le prix de ses produits, les quantités vendues, le coût de ses facteurs de production et la réaction des autres sociétés dans le même secteur d'activité. Par conséquent, une société peut très bien être totalement couverte tactiquement, tout en ayant une exposition stratégique importante.

A partir du moment où une approche intégrée de la gestion des risques exige une parfaite compréhension des opérations de la société, y compris de sa politique financière, celle-ci relève de la responsabilité des dirigeants. Ils ne peuvent la déléguer à des gestionnaires de produits dérivés, de la même manière que la gestion des risques individuels ne peut être déléguée aux différentes unités.

La palette croissante d'outils disponibles pour la mesure et la gestion des risques offre aux managers de véritables opportunités de création de valeur. Les dirigeants ont donc intérêt à comprendre le fonctionnement de ces outils et à choisir activement ceux qu'il y a lieu d'appliquer. A l'avenir, la gestion des risques jouera un rôle capital dans la stratégie d'entreprise. ●

Résumé

Les sociétés ont l'habitude de gérer leurs différents types de risques de façon cloisonnée : le directeur financier s'occupe des risques de crédit et de change, le directeur des ressources humaines des risques liés à l'emploi, et ainsi de suite. Aujourd'hui, explique Lisa Meulbroek, la gestion intégrée des risques offre la possibilité de rassembler et rationaliser tous les risques auxquels une entreprise doit faire face. Il y a globalement trois façons d'y arriver : modifier les opérations de la société, ajuster la structure de son capital et employer des instruments financiers pour réduire les risques. L'usage sélectif et coordonné de ces techniques permet aux dirigeants non seulement de gérer les risques avec une base tactique et ciblée, mais aussi de concevoir et de mettre en œuvre une stratégie à long terme à l'échelle de l'entreprise.



© Benoit Decour/REA

Beaucoup d'entreprises qui avaient confié tout leur système de développement à des prestataires informatiques (facilities management) sont devenues dépendantes de ceux-ci.

Les risques de la stratégie d'externalisation

La stratégie d'externalisation est porteuse de risques qu'il importe de maîtriser. Les évolutions actuelles plaident pour l'adoption d'une démarche fondée sur la création de valeur comme critère de choix entre l'intégration et l'externalisation.



Fouad Arfaoui

Fouad Arfaoui, est associé chez PricewaterhouseCoopers en charge du département knowledge management et transfert de compétences. Il est par ailleurs expert près de la cour d'appel de Paris.

Les entreprises sont actuellement confrontées à un environnement économique qui se caractérise par la conjonction de plusieurs facteurs : des contraintes liées au processus de globalisation avec son corollaire qui est la montée de l'intensité concurrentielle ; la volatilité de la demande conjuguée à la nécessité d'une offre segmentée ; la prise en compte des attentes des actionnaires dans une logique de valeur actionnariale.

Ces facteurs les conduisent à mettre en œuvre des voies de développement favorisant l'exploitation de leurs avantages compétitifs.

Les évolutions récentes montrent que beaucoup de managers poursuivent des stratégies de recentrage sur leurs métiers de base. Ainsi, lorsque les entreprises disposent de ressources financières importantes, leurs managers n'ont plus recours systématiquement à la diversification mais redistribuent les liquidités aux actionnaires leur permettant ainsi d'effectuer eux-mêmes la diversification de leur portefeuille.

Dès lors, la nécessité d'optimiser l'allocation des ressources en les recentrant sur les véritables métiers de l'entreprise a conduit plusieurs d'entre elles à confier un certain nombre de leurs activités jugées non décisives à des fournisseurs extérieurs. Dans cette perspective, on peut citer le cas des grands magasins Le Printemps qui ont externalisé leur activité informatique auprès d'un prestataire,

FOUAD ARFAOUI, GUY BOHBOT
ET BERNARD N'GAZO

réduisant ainsi leur budget informatique de 35 %. Autre exemple, la société ADP (Aéroports de Paris) collabore avec une multitude de prestataires spécialisés de telle sorte que, parmi les 45.000 personnes travaillant à Roissy, seules 3.000 sont directement employées par la société ADP. Le phénomène est aussi marqué dans la sphère non marchande de l'économie. Ainsi, la majorité des villes sous-traite la restauration collective (pour les écoles, les crèches...). Tous ces exemples illustrent la stratégie d'externalisation.

Dans le même temps, d'autres entreprises qui avaient procédé à l'externalisation de leurs activités ont été amenées à réintégrer celles-ci en leur sein. C'est par exemple le cas de certaines chaînes hôtelières (Novotel) qui ont embauché du personnel pour réaliser elles-mêmes le nettoyage des chambres, activité qu'elles sous-traitaient depuis plusieurs années. De même, le journal « Le Monde » a installé sa propre imprimerie après avoir longtemps sous-traité l'impression, et ce malgré les problèmes de coûts de structure liés à ces capacités de production. Enfin, les centres d'appels qui se développent aujourd'hui dans une logique d'externalisation font déjà l'objet d'une réintégration dans certaines banques.

Comment expliquer un tel retournement ? Quels sont les risques inhérents à la stratégie d'externalisation et comment les maîtriser afin d'optimiser la performance de l'entreprise ?

Appréhendons d'abord les différentes caractéristiques de la stratégie d'externalisation, avant d'analyser les risques qui en résultent et de proposer les moyens de les maîtriser.

Attributs de l'externalisation

L'externalisation consiste à « faire faire », c'est-à-dire à sortir du périmètre de l'entreprise des activités non stratégiques. Elle concernait au départ des activités périphériques (gardiennage, restauration collective, entretien des locaux...) et ensuite des fonctions plus centrales dans la dynamique de l'entreprise (comptabilité, informatique, logistique, conseil juridique...). Une manière d'appréhender l'étendue de ces fonctions est de recourir à l'approche organisationnelle développée par Henry Mintzberg. Selon ce dernier, toute organisation possède cinq parties : le sommet stratégique, la ligne hiérarchique, le centre opérationnel, la technostucture et les fonctions de support logistique. Ce sont ces dernières fonctions qui peuvent faire l'objet d'une externalisation.

Aujourd'hui, l'externalisation revêt quelques fois la forme d'une « gestion déléguée » qui conduit dans certains cas au transfert de l'activité et du personnel chez le prestataire.

Au terme de ce processus se dessine un modèle

d'entreprise « virtuelle » dont l'activité consisterait en un rôle d'interface entre différents métiers en vue d'un projet commun. Citons l'exemple des constructeurs automobiles qui sont de plus en plus des assembleurs, au point qu'on peut imaginer qu'ils peuvent devenir à terme uniquement des bureaux d'études, ou encore celui de la société Cisco dans le domaine de la nouvelle économie.

Cette stratégie d'externalisation présente plusieurs avantages qui expliquent à la fois son intérêt et sa montée en puissance :

- une réduction très significative des coûts (de l'ordre de 15 % à 30 %, selon certaines études) ; c'est le cas d'un constructeur informatique qui a externalisé sa logistique européenne et transféré 750 salariés chez Geodis et qui attend de cette démarche une réduction des coûts de l'ordre de 30 % ;

- un accroissement de la flexibilité de l'entreprise favorisant une meilleure réactivité et flexibilité face à la volatilité de la demande ;

- une réallocation des ressources concentrant l'investissement sur les activités centrales et stratégiques ;

- une opportunité de bénéficier du savoir-faire et des compétences des spécialistes tout en ayant un niveau d'exigence élevé à l'égard des sous-traitants.

Cependant, cette stratégie génère une multitude de risques qu'il convient d'évaluer et de prendre en compte.

Quels sont les risques ?

Ces risques sont de différentes natures :

- Risques liés à l'approche stratégique des activités : les fonctions exercées par l'entreprise et qui sont considérées comme non stratégiques à un moment donné peuvent le devenir au regard de l'évolution de l'activité et du marché. Ainsi, la logistique est devenue une fonction stratégique et non plus une affaire de techniciens. Par ailleurs, l'externalisation peut s'accompagner de transferts de technologies parfois irrévocables et de perte de savoir-faire.

- Risques liés au contrôle de l'exploitation : l'externalisation peut modifier les rapports de forces entre l'entreprise et son prestataire en provoquant un accroissement de la dépendance de celle-ci. Ainsi, beaucoup d'entreprises qui avaient confié tout leur système de développement à des prestataires informatiques (facilities management) sont devenues dépendantes de ceux-ci. En outre, les activités externalisées ne sont pas toujours exercées avec le niveau de qualité requis surtout si elles concernent des tâches peu qualifiées ; c'est pour précisément cette raison que Novotel a réintégré l'activité de nettoyage, transformant des

lors « un poste de coûts en facteur de valeur ajoutée ».

- Risques liés à la maîtrise de la rentabilité : bien que l'externalisation génère une réduction très significative des coûts « visibles », elle provoque par ailleurs un accroissement des coûts induits, « coûts cachés », qui sont souvent sous-estimés par les entreprises. Ces coûts sont consécutifs à la nécessité de mettre en place un dispositif de surveillance et de contrôle des activités sous-traitées (coordination des équipes, actualisation périodique des contrats, définition du cahier de charge, suivi des activités du prestataire). Par ailleurs, il n'est pas toujours facile pour le donneur d'ordre de maîtriser les éléments de la facturation, ce qui a pour conséquence de limiter à terme les gains escomptés.

- Risques juridiques liés à la gestion du personnel : bien que la loi autorise le transfert du personnel dans le cas d'une externalisation des activités conformément à l'article L122-12 du code de travail qui impose au nouveau prestataire la reprise des contrats de travail, l'entreprise ne doit l'entreprendre qu'avec prudence. Ainsi, le transfert de services ou d'activités avec leurs salariés n'est admis juridiquement que si ces activités sont des entités économiques autonomes, c'est-à-dire « un ensemble organisé de personnes et d'éléments corporels ou incorporels permettant l'exercice d'une activité économique poursuivant un objectif propre ».

Une société agroalimentaire qui souhaitait confier à un prestataire la fabrication de palettes de bois, accompagné d'un transfert de 52 salariés, vient ainsi d'être déboutée par la cour de cassation suite à un recours de la CGT. Le motif avancé est que la fabrication des palettes n'est pas une entité autonome. Le reclassement des 52 salariés au sein de la société a été exigé par la justice. Cette décision de la Cour de cassation limite ainsi l'usage de l'externalisation comme outil de la flexibilité numérique, c'est-à-dire comme un moyen de manager ses effectifs.

Ce sont tous ces risques qu'il importe de gérer efficacement.

La maîtrise des risques

La stratégie d'externalisation comme toute stratégie est donc porteuse de risques. Ceux-ci ne peuvent être supprimés. Il convient néanmoins de trouver des mécanismes permettant de mieux les cerner et les maîtriser.

Une première approche dans la maîtrise de ces risques consiste à repositionner toute préoccupation à court terme dans une démarche prospective. Cette prise en compte du long terme nécessite l'adoption d'une stratégie qui place le client au cœur des réflexions. Dans ce contexte, la réduction rapide des coûts ne doit pas occulter les effets à

long terme sur la maîtrise des activités de l'entreprise. Car la volonté affichée de réduire les coûts risque d'amener l'entreprise à transférer des activités jugées périphériques mais qui contribuent indirectement à la satisfaction des clients. De même, une fonction conçue comme non décisive aujourd'hui peut le devenir à terme compte tenu de l'évolution de l'environnement des entreprises et de la demande. C'est ainsi que certaines entreprises qui sous-traitaient la distribution de leurs produits ont repris en main cette fonction eu égard à l'importance de celle-ci dans la satisfaction du client (connaissance du client, qualité de l'accueil, délais de traitement des demandes, etc.).

Quant aux aspects liés aux coûts et à la rentabilité induits par l'externalisation, il est nécessaire d'adopter une approche comparative entre les coûts externes (coûts de la recherche des partenaires, de rédaction et de négociation des contrats, coûts d'administration, de surveillance et de contrôle, coûts d'opportunités liés à l'immobilisation de certains actifs...) et les coûts internes (coûts de coordination générés par la gestion des activités qui sont aussi des coûts d'agence). Cette démarche qui permet la prise en compte des coûts cachés facilite l'arbitrage entre intégration et externalisation et se réfère à la théorie des coûts de transaction telle que développée par Coase et Williamson.

Les stratégies d'externalisation mises en œuvre par certains groupes comme Nike ou Benetton procèdent de cette logique de maîtrise des coûts.

Enfin, au lieu de transférer directement une activité de l'entreprise chez un sous-traitant avec le risque juridique énoncé précédemment, il peut être plus judicieux de procéder à une filialisation de celle-ci. Cette approche offre à l'entreprise plus de souplesse dans la gestion de son périmètre. Elle facilite ainsi la cession de l'activité et le transfert du personnel en cas de besoin.

En conclusion, la montée de la complexité et de l'incertitude qui caractérisent l'environnement des entreprises les amènent à mettre en œuvre des stratégies qui consolident leurs cœurs de métier, tout en sous-traitant les autres activités. Ces orientations visent principalement à réduire les coûts. Mais cet objectif immédiat ne doit pas faire oublier les risques inhérents à une telle stratégie, risques qui expliquent en partie les politiques actuelles de réintégration des fonctions.

Ce mouvement présage-t-il d'une nouvelle tendance lourde ? Il est trop tôt pour le dire. Ce qui se dessine c'est une approche plus orientée vers la création de la valeur ajoutée : on ne cherche plus systématiquement à réaliser des économies en externalisant ; on tente de privilégier le maintien dans l'entreprise des activités favorisant l'accroissement des revenus grâce à leur contribution à la création de valeur.

Dans cette perspective, on peut soutenir qu'à une approche fondée sur la réduction des coûts doit se substituer une logique fondée sur la création de la valeur. L'entreprise qui désire externaliser une activité doit avant tout mesurer et évaluer l'ensemble des risques d'une telle option et en particulier l'impact dans le temps d'une telle décision sur la chaîne de création de valeur. ●



Guy Bohbot

Guy Bohbot est maître de conférences associé à l'université Paris-XIII et manager chez PricewaterhouseCoopers en charge de l'offre de formation en sciences de gestion dans le cadre du e-learning. Il est par ailleurs directeur de collection au sein des éditions Gualino.



Bernard N'Gazo

Bernard N'Gazo est titulaire d'un DESS de gestion, d'un MBA et d'un doctorat en finance. Il est professeur à l'université de Paris-I (IAE de Paris) et consultant en organisation et en management.

Résumé

La stratégie d'externalisation, processus consistant à transférer chez des sous-traitants des activités préalablement exercées par l'entreprise, trouve sa légitimité dans la réduction des coûts qui l'accompagne et dans la nécessité de recentrer ses efforts sur les véritables métiers de celle-ci. Cependant, elle de-

meure porteuse de risques (risque stratégique, risque d'exploitation et risque juridique) qu'il importe de maîtriser. Les évolutions actuelles plaident pour l'adoption d'une démarche fondée sur la création de valeur comme critère de choix entre l'intégration et l'externalisation.

Les Echos
GRANDES ÉCOLES • UNIVERSITÉS

OFFREZ UN STAGE À UN ÉTUDIANT

(en école de commerce ou d'ingénieurs,
maîtrise ou 3^e cycle universitaire)

Parution gratuite de votre offre le 23 novembre

- dans le hors-série « Les Echos Sup »

- sur le site web des Echos (les.echos.fr)

Pour proposer gratuitement votre offre, consultez le site web des Echos
(rubrique « Publications/Les EchosSup »),
et remplissez (en caractères minuscules) le formulaire prévu à cet effet.

Pour en savoir plus : lesechos.fr



Michel Santi

Michel Santi est professeur permanent de stratégie et politique d'entreprise au Groupe HEC et coauteur de « *Strategor* » et « *Fortune faite* ». Conseil, membre de l'Advisory Board, administrateur de nombreuses entreprises françaises et européennes et ancien président d'un club de créateurs d'entreprises, il œuvre depuis plus de vingt ans dans le domaine de l'entrepreneuriat et enseigne un électif sur le business plan à l'ISA, MBA du Groupe HEC.

L'analyse des risques d'un business plan

Pour réussir une analyse pertinente des risques au sein d'un business plan, on peut recommander de suivre un plan qui se décompose en sept étapes dont la première, l'identification, est capitale. Méthodes et moyens pour y parvenir.

MICHEL SANTI

Tous les acteurs de l'investissement reconnaissent qu'il s'agit là de l'indispensable et ultime épreuve de vérité dans l'exercice que constitue l'élaboration d'un business plan ; et plus particulièrement pour ceux qui s'inscrivent dans ce qu'il est reconnu d'appeler désormais la nouvelle économie. Indispensable car c'est cette partie qui assurera, ou non, la crédibilité du business plan. Ultime, et capitale aussi, car c'est elle qui influera considérablement sur les « economics » du plan et sa validité financière.

Trois écueils, correspondant à trois situations que l'on retrouve traditionnellement, jalonnent cet exercice. « L'analyse croupion », qui est caractérisée par l'inexistence ou l'extrême faiblesse d'une identification de la nature et des effets des risques de l'investissement. « L'exercice de style », une déformation astucieuse et performante du cas précédent car elle répond aux canons d'un bon business plan. Il s'agit d'une analyse montrant que tous les risques recensés sont extrêmement faibles ou parfaitement maîtrisés par l'équipe de management ; comme si cela était possible... Et enfin « le poème à la Prévert », qui propose une liste quasi exhaustive, et souvent dramatique, des risques encourus par les investisseurs, sans que pour cela il soit possible d'en mesurer les effets réels et l'importance relative. C'est ce que l'on retrouve souvent dans les prospectus d'introduction au nouveau marché. Ainsi, dans celui de la société Netgem, un des leaders des solutions technologiques d'accès à l'Internet par la télévision, les introducteurs avaient recensés 19 natures de risques différentes ; seul manquait à l'appel le raton laveur...

C'est entre ces trois écueils qu'il conviendra de naviguer habilement dans cet exercice d'analyse des risques ; en identifiant clairement ceux qui apparaissent comme plausibles, en analysant intelligemment les effets et en se concentrant sur ce que l'on conviendra d'appeler les « risques critiques », ceux ayant un impact majeur sur le projet.

Pourquoi l'analyse des risques

La caractéristique d'un business plan est d'être la projection d'une série d'actions dans le futur au sein d'une activité donnée. Ce qui suppose une connaissance éclairée et saine du futur. Or, ainsi que l'explique Frank H. Knight (« *Risk, Uncertainty and Profit* », 1921), « *alors que nous percevons le monde avant que nous y réagissions, nous ne réagissons pas à ce que nous en percevons, mais à ce que nous en inférons* ». Et nous inférons de deux manières différentes : sur ce que la situation future de l'activité serait sans notre interférence et sur les changements qui y seront apportés en raison de nos actions. Hélas, aucun de ces deux processus n'est infaillible, ni même exact et complet. En inférant, nous sommes donc enclins à introduire deux sources d'erreurs. La première concerne le futur projeté : nous déduisons

généralement le futur du présent, alors que, par ailleurs, nous ne percevons pas toujours le présent tel qu'il est réellement ; nous inférons aussi le futur à partir de notre expérience du passé, nous appuyant la plupart du temps sur un raisonnement par analogie, certes utile mais assez primitif ; et, enfin, ne pouvant, pour des raisons de rationalité limitée, considérer tous les futurs possibles, nous avons une naturelle tendance à retenir celui qui répond le mieux à nos objectifs et à notre expérience. La seconde source d'erreurs est liée aux actions que nous envisageons : nous ne pouvons pas connaître exactement les conséquences de nos propres actions ; nous ignorons généralement ou faisons l'impasse sur les réactions des autres acteurs de l'activité face à nos actions ; et, surtout, la réalisation de nos actions est souvent loin d'être celle que nous projetons. Ce sont tous ces risques qu'il convient d'identifier et de mesurer et c'est en raison même du fonctionnement de la nature humaine qu'une analyse des risques est impérative dans un business plan.

Mais le terme de risques est-il même adéquat et autorisé dans le cas d'un business plan ? Dès lors que l'on parle d'analyse des risques, on imagine aisément que le concept de probabilité sera, à un moment ou à un autre, utilisé en tant qu'outil. Or il existe trois grandes catégories de situations de probabilité :

- La probabilité « a priori », purement mathématique, liée à l'existence de cas ou situations absolument homogènes, identiques et parfaitement prévisibles ; c'est l'exemple des dés ou des cartes à jouer.

- La probabilité statistique qui repose sur une typologie empirique de cas et l'évaluation de la fréquence d'association entre deux prédicats. Le risque de feu dans une usine chimique par exemple, ou celui de mort par cancer de la gorge, sont liés à des tables statistiques construites de manière adéquate sur la base de nombreuses informations du passé accumulées et sans cesse actualisées.

- Il s'agit là de deux types de probabilité objective qui concernent des « incertitudes mesurables » que nous pouvons qualifier de risques puisqu'ils sont parfaitement ou approximativement calculables ; ce qui est loin d'être le cas pour la troisième catégorie.

- L'estimation, qui intervient dès lors qu'il n'existe aucune base scientifique permettant de classer les différents cas possibles ou quand la situation en question est unique. Il s'agit de « jugement » de probabilité et l'on procède alors à « une estimation d'estimation » dans la mesure où il faut successivement inventer une estimation et estimer sa valeur.

Or la plupart des situations de business plan correspondent à cette troisième catégorie de probabilité, totalement subjective et qui, correspondant à des « incertitudes non mesurables », ne mérite pas l'appellation de probabilité. Pas plus qu'il ne convient dans ce cas de parler de risques mais, pour être honnête et logique, seulement d'« incertitudes ». Loin de moi cependant le plaisir de transformer cet article en cours de sémantique ou de logique. Je continuerai comme je l'ai fait auparavant, par simplification et mimétisme avec la doctrine dominante, à utiliser le vocabulaire « analyse de risques ». Il n'en reste pas moins que cette réflexion prouve à l'envi que tous les efforts de calcul de probabilité et d'effets des risques restent subjectifs et donc très questionnables. S'ils donnent un caractère professionnel et rassurant à un business plan, il convient cependant de fortement le relativiser. Ils ne sont pas la vérité, mais une vision possible de la réalité. Et c'est bien parce que dans un business plan on traite d'incertitude et que c'est le manque de perception et l'inférence qui contribuent plus que toute autre chose à des échecs systémiques que l'on doit, dans cet exercice, donner plus d'importance au processus d'identification des

possibles qu'à celui de l'estimation de leur probabilité de survenance et de leurs effets.

L'identification, phase clef

Le plan que l'on peut recommander pour une analyse pertinente des risques au sein d'un business plan se décompose en sept étapes :

- Identifier tout d'abord tous les risques plausibles, et tout particulièrement ceux directement liés aux hypothèses clefs fondant les états financiers qui vont suivre.

- Définir les étapes critiques du plan opérationnel afin de pouvoir le découper en autant de phases de financement et limiter ainsi le risque de chaque étape.

- Mesurer, par le biais d'une analyse de sensibilité, les effets de chacun des risques envisagés sur les « economics » du plan.

- Estimer la probabilité de survenance de chacun de ces risques.

- Classifier les risques selon leur probabilité d'occurrence et leur degré d'impact sur le business plan.

- Donner le plus de robustesse possible au scénario nominal, en l'adaptant aux situations de risque les plus probables.

- Concevoir des scénarios alternatifs adaptés à des situations de risque à forts impact et occurrence, et des plans de contingence pour les cas exceptionnels.

Comme il a été déjà indiqué, la première de ces phases est capitale. Il est essentiel d'accepter l'incertitude, de chercher à la comprendre et de l'intégrer dans notre raisonnement. Cela paraît évident, et pourtant regarder l'incertitude droit dans les yeux n'est pas le réflexe premier des managers. Par faiblesse, optimisme ou ignorance volontaire, ils ont une naturelle tendance à gommer les risques inhérents à leurs projets. Or tout projet repose sur un nombre important d'hypothèses de base, sources d'erreurs et de risques qui ne peuvent être analysés si ces hypothèses ne sont pas d'abord clairement exprimées. C'est pourquoi cette phase d'identification est clef. Il n'existe hélas pas de recette miracle permettant de recenser à coup sûr toutes les hypothèses et tous les risques inhérents à un projet. On peut cependant s'appuyer sur une méthode et une liste type.

La méthode est directement liée au processus d'inférence, source naturelle d'erreurs, précédemment décrit, et peut se représenter comme l'indique la figure 1.

Concernant par exemple les hypothèses généralement optimistes sur la croissance de l'activité, variable clef s'il en est dans la nouvelle économie, force est de constater que la plupart des business plans tombent dans l'un des quatre défauts classiques de la prévision :

- Estimer le futur en regardant dans le rétroviseur, ce qui suppose un marché parfaitement stabilisé et ignore les cycles de vie.

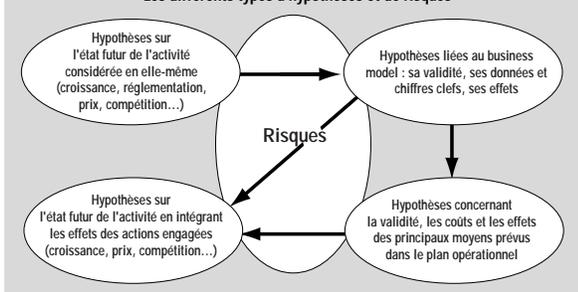
- S'appuyer sur des comparaisons internationales, en privilégiant le marché le plus avancé, généralement celui des Etats-Unis, et démontrer ainsi des potentiels de croissance importants du seul fait du rattrapage, mais sous réserve que les conditions de marché soient bien similaires (sinon le potentiel de marché de la publicité en Sierra Leone est phénoménal).

- Accorder trop de confiance au dire des experts en prévision et oublier que ceux-ci ne font souvent, dans leurs études chèrement facturées, que refléter la vision dominante et partagée des acteurs du métier.

- Et enfin présenter des chiffres optimistes sans justification. Certes, tous s'accordent à reconnaître que des prévisions restent incertaines. C'est pourquoi le meilleur remède à cette inquiétude est de présenter des hypothèses justifiées, reposant sur un croisement de différentes sources d'information et privilégiant, par sécurité, les moins optimistes.

Les différents types d'hypothèses et de risques

Figure 1



Quant à la liste des risques critiques possibles, elle peut se présenter ainsi :

- Risques liés à l'activité : mauvaise estimation de la dynamique du marché, erreurs sur les forces et drivers de la compétition, sous-estimation de la compétition sur les prix (réactions des concurrents et arrivée de nouveaux entrants).

- Risques stratégiques et commerciaux liés au business model : business model inapproprié ou stérile, incapacité à délivrer un produit global et reproductible, réseau insuffisant, ciblage inexistant ou erroné, cycle de vente sous-estimé.

- Risques liés à l'équipe et aux hommes : incapacité à constituer une équipe de management adaptée et complémentaire, à recruter les qualifications clés, à adapter les individus et l'organisation aux changements nécessaires.

- Risques technologiques et techniques : erreur ou surestimation dans les choix technologiques, incapacité à délivrer dans les temps (« time to develop », « time to market »), surestimation de l'effet d'apprentissage.

- Risques organisationnels : sous-estimation de l'importance et des coûts de l'organisation logistique – flagrante dans la plupart des projets de e-business de produits en B2C et B2B –, inaptitude à gérer un important réseau de fournisseurs et partenaires, incapacité à mettre en œuvre des business process opérants.

- Risques financiers : sous-estimation du besoin en fonds de roulement, sous-capitalisation, exposition au risque de change, point mort trop élevé et éloigné.

- Autres risques : écologiques, réglementaires... Que retenir de cette liste, sinon son incomplétude et cependant sa longueur qui ressortent d'autant plus qu'étant générale elle est à adapter à chaque business plan. L'exercice est donc fastidieux, mais il est essentiel pour la suite de l'analyse.

Le « milestone planning »

La méthode du « milestone planning » permet de « dérisquer » un business plan. Elle consiste à découper un projet en différentes étapes critiques par lesquelles il devra passer successivement pour atteindre sa vitesse de croisière. C'est une méthode très utilisée dans la plupart des entreprises de croissance et d'innovation renouvelée et elle a fait ses preuves. 3M en est le chantre s'il n'en est le créateur.

C'est une méthode parfaitement adaptée au cas de la plupart des start-up innovantes car elles traversent un nombre limité d'étapes critiques dans leur lancement, chacune ayant la possibilité d'affecter l'ensemble du projet de manière binaire et dramatique (succès ou échec). Par exemple, dans le secteur de l'instrumentation scientifique, la propension des acheteurs à la substitution en faveur des innovations étant naturellement très forte, la première réaction du marché à un instrument nouveau est critique car elle conditionne son échec rapide ou son succès à moyen terme.

Le jeu consiste donc à recenser les différentes étapes critiques et leurs points sensibles ; comme dans l'exemple graphique d'une start-up de progiciels présenté en figure 2.

Le simple fait d'identifier, au travers de ce processus de « milestone planning », les principales et successives étapes critiques du projet permet de :

- Représenter la course d'obstacles – un 110 mètres haies compte tenu de la vitesse qu'il faut désormais atteindre pour prendre sa place au soleil et de l'importance clef du facteur temps dans la nouvelle économie – que le projet devra franchir avant d'être considéré comme un succès.

- Déterminer les hypothèses clés qui sous-tendent chacune de ces étapes critiques.

- Pouvoir tester et valider, successivement et dans le bon ordre, ces hypothèses clés à l'occasion de chacune des phases et pouvoir ainsi engager un processus progressif de stop, go ou réorientation du projet, bénéfique à toutes les parties prenantes compte tenu de l'incertitude latente dans laquelle elles se trouvent.

- Limiter ainsi les risques pris puisque les investisseurs et les managers n'investissent que les seuls moyens nécessaires pour réaliser l'étape considérée. Ce qui les conduit souvent, compte tenu des sommes limitées en jeu, à investir un peu plus que nécessaire et à faciliter, ce qui est essentiel dans la nouvelle économie, le possible passage rapide de l'obstacle. Ils repoussent ainsi la prochaine phase de financement et la soumettent à la fois au franchissement de l'obstacle en cours et à la présentation d'un nouveau plan adapté et naturellement plus pertinent pour la prochaine étape. Cette méthode s'assimile à celle de l'option financière. Car le principe de l'option consiste à « payer pour voir », en investissant légèrement pour se donner la possibilité ensuite de lever l'option dans le cas où les perspectives se révèlent intéressantes

et lorsque le projet atteint plus de visibilité et réduit son degré de risque.

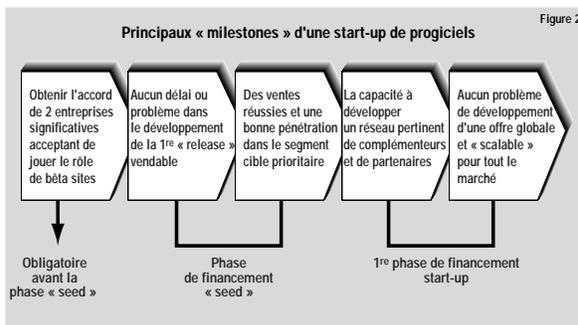
Recenser les risques critiques

Évaluer l'impact des risques identifiés suppose l'existence d'un modèle de simulation financier construit sur mesure de façon à pouvoir tester l'influence de chacune des hypothèses clés fondant le business plan. Croire qu'il suffit de présenter dans un business plan des états financiers types construits de manière classique et simple, même s'ils sont cohérents avec les données de base du projet, constitue une double erreur. D'une part parce que cela ne permettra pas aux initiateurs du business plan de tester rationnellement les risques de leur projet, d'autre part car c'est ignorer que les investisseurs intéressés, lors des phases d'évaluation et de négociation, ne manqueront pas de demander aux porteurs du projet de revoir leur copie et de simuler l'effet de telle ou telle modification d'une, et généralement plusieurs, des variables clés du projet. Alors, autant immédiatement construire un modèle de simulation adapté au projet et facilitant le test de ses hypothèses et variables clés ; données qui proviennent, comme nous l'avons vu, des analyses successives du « milestone planning », de l'activité en elle-même, du business model et du plan opérationnel et financier qui s'ensuit.

La plupart des rédacteurs actuels des business plans sérieux ont intégré cette approche. Ils utilisent les services, ô combien précieux, des tableurs modernes qui permettent de lier les variables et hypothèses de base de leur modèle, recensées sur une des feuilles, avec des états financiers construits de manière personnalisée et adaptée sur la base d'états types. Encore faut-il que cette construction permette effectivement et correctement de tester toutes les hypothèses vraisemblables. Et c'est souvent loin d'être le cas. D'une part parce que le travail de recensement n'a pas été mené à terme – mais un recensement exhaustif est-il possible ? D'autre part parce que, pour des raisons de simplification et de sous-estimation a priori, certaines des variables apparaissent aux porteurs du projet moins nécessaires ou moins clés.

Pour se situer sur le plan des hypothèses commerciales par exemple, on voit ainsi beaucoup de business plans où la part de marché ou le volume des ventes et parfois, mais hélas plus rarement, l'évolution des prix (toujours déclinante) et des marges ont été identifiés comme variables clés du modèle et pourront donc être testés. On voit en revanche beaucoup moins de business plans, et je reprendrai comme exemple illustratif celui de la start-up de progiciel applicatif de la partie précédente, où les hypothèses sur le temps d'obtention du premier client réel, la durée du cycle de vente, le volume de ventes par ingénieur commercial... sont partie intégrante de la construction du modèle financier. Parce qu'il s'agit là de variables clés, étant plus opérationnelles que stratégiques, sont moins visibles et paraissent moins importantes ; bien que je sois certain qu'aucun des lecteurs ne doutera de leur importance dans le succès du projet. Cette simple illustration, qui aurait pu concerner un secteur d'activité différent ou une autre nature de risques (technologiques par exemple), prouve à l'évidence que la construction du modèle de simulation financier doit intégrer toutes les hypothèses fondant le business plan.

Car c'est sur la base de ce modèle de simulation que l'on va pouvoir désormais mener des analyses de sensibilité de chacune de ces variables pour mesurer leur impact sur les « economics » fondamentaux du projet : résultat opérationnel, cash-flow, valeur actualisée nette (VAN) et taux de rendement interne (TRI). On peut, bien entendu, faire varier pas à pas les valeurs de chaque variable et noter à chaque fois l'impact sur ces « economics » donné par le tableur. Il existe heureusement des outils de type statistique, fondés sur des méthodes dites d'analyse de risques probabilistique, qui économisent cette démarche fastidieuse et fournissent des résultats rapides et pertinents. Tout particulièrement des logiciels très conviviaux utilisant la méthode dite de Monte-Carlo qui permettent de calculer scientifiquement la sensibilité des « economics » fondamentaux à la variation d'une, ou plusieurs conjuguées, des variables clés. En jouant sur toutes les variables, cet outil permet de calculer un taux de rendement interne moyen du projet, ou une valeur actualisée nette moyenne, et sa distribution au travers de son écart-type. Remarquons que si la moyenne est l'indicateur généralement utilisé, c'est pour nous l'écart-type qui a le plus de valeur, car il est significatif de la volatilité du résultat et donc du degré de risque inhérent au projet. Il est intéressant de procéder à cette analyse globale car elle fixe bien le niveau de risque moyen, mais il est encore plus utile d'utiliser cette méthode pour analyser l'impact, au travers de la moyenne et surtout de l'écart-type du TRI ou de la VAN, de chacune des variables et hypothèses clés du projet. On peut ainsi se rendre compte, comme dans le cas d'un projet de start-up d'équipement automobile en



Europe de l'Est, que la sensibilité du projet à une baisse des prix était trois fois plus importante qu'à celle d'une baisse des volumes. Une information capitale pour le projet et pour l'analyse de ses risques, qui a conduit à la fois à la mise en place immédiate d'un système rapide d'intelligence économique sur les prix de marché et à l'élaboration d'une politique marketing, en particulier au niveau de la gamme de produits développée, réduisant l'exposition prix du projet.

En pratiquant ainsi, on aboutit en fin de compte à un classement, en termes d'impact sur le projet, des variables liées aux hypothèses clés qui éclaire les situations de risques et permet de se concentrer dans la suite de l'analyse sur ce que l'on conviendra d'appeler les risques « critiques », ceux ayant un impact majeur sur le plan financier.

Reste alors à estimer le degré de vraisemblance et d'occurrence de ces risques critiques. C'est, il faut bien le reconnaître, la partie de l'analyse la plus subjective, la plus hasardeuse et la plus difficile. Car on manque de référent pour la pratiquer, chaque projet étant un cas unique ou, pour être plus exact, un ensemble complexe de situations particulières. On entre de plain-pied dans le domaine des pures « estimations ». Ce n'est pas pour cela qu'il convient cependant de court-circuiter ou de traiter à la va-vite cette phase. A l'inverse, c'est probablement celle qui demande le plus d'attention afin d'essayer d'« objectiver » le plus sérieusement possible une estimation d'occurrence des risques critiques. Pour chacun de ces risques, une analyse détaillée doit être menée : de ses conditions de survenance, des forces et drivers de l'activité pour les risques de marché (barrières à l'entrée, coûts de transfert et habitude de rétorsion des acteurs existants par exemple pour les hypothèses de part de marché et de niveau de prix), des règles expérimentales et spécifiques qui ont été élaborées dans le temps sur certains phénomènes (application d'un coefficient π à la première estimation du temps et du budget de développement prévu pour un produit ou service innovant par exemple)... Il s'agit en fait de « justifier », par une analyse pertinente, un processus de benchmark et des faits recueillis, l'estimation de l'occurrence de chaque risque critique. Point n'est besoin cependant de probabilités précises, ce qui constituerait un pur exercice de style ; des ordres de grandeur suffisent largement. Trois à cinq niveaux de risque (de très probable à très peu probable) paraissent une bonne échelle, même si, dans la suite de cet article et pour des raisons pédagogiques, sera utilisée une classification binaire (fort-faible).

Un autre avantage induit de ces deux types d'analyse est qu'il conduit tout naturellement à s'interroger sur les actions qui permettraient de réduire l'occurrence ou les impacts des risques critiques ; soit en modifiant les valeurs des hypothèses, soit en mettant en œuvre des moyens originaux limitant la survenance ou contrecarrant les effets des risques. GenOway, une start-up française leader dans la génétique fonctionnelle (réalisation de modèles de recherche transgéniques in vivo et in vitro), a procédé ainsi dans son business plan vis-à-vis de deux risques critiques qu'elle avait identifiés : celui de ne pas réussir à produire des modèles totalement conformes aux exigences de ses clients laboratoires pharmaceutiques et celui de ne pouvoir assumer son développement prévu en raison d'une pénurie probable d'un type de personnel scientifique extrêmement qualifié et rare. Dans le premier cas, en s'identifiant clairement pour ses clients à une entreprise de recherche scientifique, elle a pu éviter l'obligation de résultats et ne signer, conformément aux coutumes de la recherche, que des contrats à obligation de moyens. Quant au second risque, elle a cherché et réussi à en limiter l'occurrence, d'une part, en passant un accord de collaboration étroit avec l'ENS Lyon, un des centres européens les plus avancés dans le domaine, et, d'autre part, en constituant un « scientifique board » regroupant les spécia-

listes des meilleurs centres publics de recherche sur la génomique fonctionnelle en Europe. Un bon moyen d'obtenir un accès privilégié et quasi unique aux chercheurs, doctorants et thésards spécialisés prêts à faire le saut dans le privé.

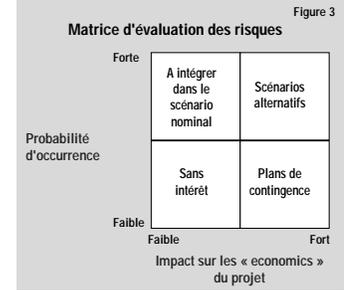
Elaborer les scénarios

La méthode des scénarios est naturellement la plus adaptée aux start-up innovantes de la nouvelle économie, car, comme l'expliquent Russ et Honton (« Scenario planning : what style should you use ? », Long Range Planning, 1987), « les scénarios constituent les seuls outils autorisant la prévision dans des environnements et des activités complexes, à haut niveau d'incertitude et nécessitant une approche long terme » : trois caractéristiques majeures de tels projets. Cette méthode, si elle est bien appliquée et bien qu'elle soit gourmande en énergie et en temps, est d'une grande utilité pour générer des alternatives et les plans qui y sont liés. Avec cependant deux contraintes qui conditionnent sa validité : que chaque scénario soit structuré sur la base d'une ou plusieurs des hypothèses critiques et qu'il constitue en lui-même une représentation consistante et vraisemblable d'un futur possible. C'est pourquoi la meilleure option, comme le propose J. Foster (« Scenario planning for small businesses », Long Range Planning, février 1993), est « de concevoir une stratégie optimale adaptée au futur le plus probable, mais en prévoyant des voies d'échappement alternatives et de contingence ». L'analyse des risques critiques, menée dans la partie précédente,

conduit naturellement à une telle démarche. Il suffit de positionner les risques dans une matrice d'évaluation à deux dimensions, leur probabilité d'occurrence et le niveau d'impact sur le projet, telle que représentée dans la figure 3.

Le scénario nominal est naturellement celui qui correspond au futur le plus vraisemblable et le plus espéré, selon les auteurs du business plan. On peut très simplement en accroître la robustesse – sa capacité à résister aux risques – en y intégrant des choix et des mesures limitant très fortement les risques à faible impact et forte probabilité de survenance. Il suffit de retenir des valeurs plutôt pessimistes, que la plupart des investisseurs jugeront réalistes, sur les hypothèses concernées. Il est d'autant plus intéressant de procéder ainsi que l'on peut démontrer que l'on réduit effectivement le niveau global de risque alors que l'on sait que cette réduction a peu d'effet sur la valeur du projet. Mais l'on doit également, et ceci tout particulièrement pour les risques correspondant aux premières étapes « milestones », intégrer certains des risques à forte occurrence et haut niveau d'impact. Ainsi, dans le business plan de genOway dont nous avons déjà parlé, alors que l'obtention du premier grand contrat avait initialement été prévue six mois après le démarrage et que la durée de production d'un modèle avait été établie en fonction des références des meilleures de l'ENS Lyon, les valeurs retenues dans le scénario nominal ont été fixées au double pour la première variable et à 25 % de plus pour la seconde. Certes, ceci avait un effet sur la valeur du projet, mais donnait, en prenant ces sécurités et ces précautions, plus de consistance au scénario nominal qui devenait alors la base d'évaluation et de négociation vraisemblable pour les investisseurs.

Les scénarios alternatifs sont, eux, construits sur la base des risques hautement probables et à fort effet qui n'ont pas été intégrés dans le scénario nominal. La plupart du temps, il est possible d'en concevoir deux ou trois correspondant à des situations types combinant de manière cohérente et liant des estimations – favorables ou défavorables – sur certaines des variables critiques. Ainsi, actuellement, pour des start-up de progiciels d'application, il est particulièrement pertinent de concevoir des scénarios alternatifs fondés sur une estimation de la vitesse de réaction et d'acceptation des marchés à l'activité d'« application service provider » (progiciels accessibles par les clients sur des serveurs propres et facturés à l'utilisation). En tout état de cause, il faut ranger au grenier l'approche classique, dépassée et si enfantine des trois scénarios – optimiste, vraisemblable et pessimiste – qui ne s'appuyait, la plupart du temps, que sur la



variation d'une seule hypothèse, la plus évidente et rarement la plus pertinente. Chaque scénario alternatif, correspondant à une situation typée, doit en revanche être pleinement développé tant dans son descriptif que dans le plan que l'équipe mettra en œuvre si le se produit, afin qu'il puisse être pris en compte dans les négociations avec les investisseurs.

Quant aux plans de contingence, ils correspondent à des situations de risque à très fort impact, mais faible probabilité de survenance. Ce sont en quelque sorte des plans de sécurité, comme dans les centrales nucléaires, au cas où le risque, très improbable, surviendrait. Ce n'est pas pour cela qu'il convient uniquement de les identifier. Il faut les analyser soigneusement et être ainsi capable de proposer des réponses préemptives claires pouvant être mises en œuvre très rapidement, au cas où, et limitant des effets souvent dramatiques. La prévision étant par nature un exercice non scientifique, il ne faut jamais oublier de considérer quoi faire dans le cas où nos pires craintes se réaliseraient.

Certains ont cherché à « scientifier » cette méthode en affectant à chacun des scénarios une probabilité de survenance (la somme étant égale à 1), en utilisant pour chaque scénario un taux d'actualisation différent et cohérent avec sa propre situation de risque et en calculant, en final, une espérance de valeur actualisée nette du projet. C'est encore une fois un bel exercice de style. Il a cependant deux avantages : il fait sérieux, ce qui est important dans les rapports avec les capital-risqueurs, et il est utile car il donne une valorisation de référence pour la négociation. Il n'est cependant pas nécessaire pour déclencher l'intérêt et l'enthousiasme de ces derniers ; élément essentiel du décollage de toute start-up qui se respecte. ●

Résumé

Ultime épreuve de vérité pour un business plan et source naturelle de la valorisation d'un projet, la phase d'analyse des hypothèses clés et des risques critiques est cependant très souvent peu et maltraitée. Il est vrai qu'il est difficile et déplaisant, pour des porteurs de projet, de regarder l'incertitude et les risques droit dans les yeux. C'est pourtant, après une première partie plutôt théorique expliquant les sources d'erreurs, les raisons et les fondements des risques, ce que recommande impérativement l'auteur. Et il donne des méthodes et des moyens pour faciliter leur identification et leur expression. Il explique ensuite comment il est possible de « dérisquer » un projet, en recensant ses étapes clés et liant des financements différents au franchissement

réussi de chaque étape. Tous les risques ne pouvant, hélas, être éliminés ou contraints, l'auteur, par des méthodes simples, conseille de procéder à une analyse permettant de positionner les risques sur une matrice à deux dimensions : leur probabilité d'occurrence et leur impact sur les « economics » du projet. Cette façon de procéder introduit une nouvelle approche de la méthode des scénarios, permettant d'identifier et de développer un scénario nominal robuste, 2 ou 3 scénarios consistants et cohérents alternatifs et des plans de contingence. Munis de ces outils, les porteurs de projet de start-up, et tout particulièrement ceux concernés par la nouvelle économie, peuvent aborder avec confiance les capitaux risquerous qui les attendent.

Avantages réels de la diversification

Au nom de la création de valeur, des empires industriels bâtis dans les années 80 sur le principe de la diversification des activités ont été démembrés une décennie plus tard. La diversification géographique, elle, plaît toujours aux actionnaires.

Les sociétés diversifiées choisissent de répartir leur capacité de production entre différents pays et secteurs, ce qui leur permet de minimiser leur dépendance par rapport à un marché quelconque. Mais, comme de plus en plus de conglomérats cherchent à diviser leurs activités et à concentrer leurs efforts sur leurs principales opérations, ceci remet en question la valeur de la diversification en tant qu'actif intangible.

En 1996, la société britannique Hanson emboîtait le pas aux géants américains ATT et ITT et annonçait le démantèlement de son affaire d'une valeur de 11 milliards de livres sterling. La stratégie de diversification appliquée jusque-là par Hanson avait pour but de minimiser son exposition aux cycles en opérant dans plusieurs secteurs. Sous la direction de lord Hanson et lord White, ses deux fondateurs, ce conglomérat avait poursuivi une politique d'acquisition active pendant trente ans. Toutefois, en 1995, les actions Hanson sous-performaient de 50 % le FTSE 100, et la société subissait

DEBORAH J. PRETTY ET RORY KNIGHT

de sévères pressions de la part de ses actionnaires. Depuis la scission, les actions de Hanson se comportent bien et ne cessent d'afficher des performances supérieures aux résultats attendus.

Au moment de la rédaction de cet article, le conglomérat britannique Tomkins, qui possède de multiples activités, était poussé par ses investisseurs à suivre les traces de Hanson et à se démanteler. Depuis qu'il a racheté Ranks Hovis McDougall, sa division alimentaire, sa performance est de 70 % inférieure au marché. Même Gerry Robinson de Granada, qui a toujours nié avec beaucoup d'aplomb son étiquette de « conglomérat », envisage de scinder son groupe en deux : hôtellerie et restauration, d'une part, et médias, d'autre part.

Qu'est-ce qui est à l'origine de ces changements de stratégie ? Pendant les années 80, les conglomérats ont proliféré pour être démantelés ensuite pièce par pièce dans les années 90. Même si ces stratégies étaient toutes deux pratiquées au nom de

la création de valeur, cet article montre que la seconde a été mise en œuvre surtout pour corriger les erreurs de la première.

Que dit la théorie ?

Les universitaires qui ont abordé le thème de la diversification au cours de ces cinquante dernières années ont soutenu qu'elle possédait les avantages suivants :

- réduction de la variance du portefeuille des investisseurs ;
- amélioration de la capacité d'endettement de l'entreprise ;
- réduction du risque lié à l'emploi ;
- meilleure efficacité opérationnelle.

● La théorie du portefeuille

L'économiste Harry Markowitz aux Etats-Unis a écrit un article en 1952 qui a changé le mode de pensée sur la diversification. Il a déclaré que les actionnaires pouvaient réduire la variance de leur retour sur investissement en détenant un porte-

feuille diversifiée. A partir du moment où le rendement des actions n'est pas parfaitement corrélé, la variabilité du revenu d'une action peut compenser celle d'une autre. Dans ce cas, on limite ipso facto la variance globale d'un portefeuille d'actions non corrélées.

La théorie du portefeuille de Markowitz montre que la diversification par les investisseurs élimine potentiellement le risque associé aux attributs particuliers d'une société donnée, c'est-à-dire les risques uniques, spécifiques et non systématiques. On peut supprimer presque entièrement les risques non systématiques en investissant dans un portefeuille de marchés puisqu'il s'agit d'un investissement pondéré par toutes les actions. Même les petits investisseurs peuvent se constituer un portefeuille diversifié avec de faibles coûts de transaction en investissant dans un fonds commun de placement. Un bon substitut au portefeuille de marchés. Cependant, la stratégie de diversification ne permet pas d'éliminer les risques liés aux facteurs économiques exogènes qui affectent le marché dans son ensemble - risques du marché - puisque, par définition, ceux-ci touchent toutes les actions de la même manière (la seule parade, dans ce cas, est une diversification géographique).

Si la diversification opérée par les investisseurs est un comportement économique rationnel, la théorie du portefeuille montre que la diversification de l'entreprise fait double emploi puisque les investisseurs peuvent diversifier leur propre portefeuille de façon moins onéreuse et plus efficace sur le marché boursier. En particulier, une société ne réduit pas le coût de son capital par la diversification ou d'autres techniques de couverture.

● La structure du capital

Une société diversifiée engendre différents types de gains qui, parce qu'ils ne sont pas parfaitement corrélés, assurent une certaine stabilité aux résultats consolidés au niveau du groupe. Si une société diversifiée limite davantage la variance des retours sur investissement qu'une société équivalente spécialisée, elle représente un risque plus faible pour ceux qui lui prêtent du capital. Ces derniers ont donc intérêt, sur le plan économique, à investir dans des diversifications. En réduisant la volatilité du cash-flow, la diversification diminue la probabilité de non-remboursement des prêts et minimise le risque de crédit.

● Le risque lié à l'emploi

Les dirigeants hostiles au risque recherchent la stabilité dans la rémunération et la sécurité de l'emploi, deux facteurs liés à la performance de la société. Si les actionnaires peuvent toujours diversifier les revenus de leurs investissements, il n'en va pas de même pour les dirigeants avec l'emploi. Ceux-ci ont donc intérêt à diversifier les entreprises qu'ils contrôlent pour réduire le risque. Et ils sont de préférence favorables à la diversification quand il y a peu de mobilité sur le marché de l'emploi.

A partir du moment où cette technique n'affecte pas la rentabilité prévue de la société, on peut encore optimiser la valeur pour les actionnaires. Mais, si la diminution du revenu probable des actions est le prix à payer pour réduire les risques liés à l'emploi, alors les actionnaires auront intérêt à inciter les managers à changer de politique. Etant donné que la capacité des actionnaires à contrôler le management n'est pas parfaite, il est probable que d'autres occasions de destruction de valeur subsistent.

● L'efficacité opérationnelle

A partir du moment où les actifs d'une société - tangibles ou intangibles - servent à produire plus d'un type de biens ou de services ou sont employés dans plus d'un site, on peut réaliser des économies d'échelle. Parmi les actifs tangibles, on peut inclure ceux qui engendrent des biens pour lesquels la demande est saisonnière, variable ou confrontée à un déclin séculaire, ou encore les actifs immobilisés avec un excès de capacité de production ; les actifs intangibles, eux, englobent l'expertise managériale, le savoir technique, les systèmes de distribution existants et la survaleur.

De plus, comme l'a suggéré René Stulz de l'Ohio State University en 1990, l'accès à des cash-flows sans coût par les sociétés diversifiées peut les conduire à effectuer des investissements dont la valeur diminue, ou des placements dans des marchés où elles ont peu de chances d'obtenir une rentabilité satisfaisante. Les effets négatifs potentiels des financements croisés dans les entreprises diversifiées se manifestent notamment quand des divisions défaillantes sont soutenues à l'intérieur du conglomérat. L'effet net de ces théories de diversification sur la performance de la société reste confus.

Diversification ou répartition ?

Cette partie éclaire les théories ci-dessus à l'aide d'études réalisées en Grande-Bretagne. Nous avons analysé la diversification (par segment et par région géographique) sous l'angle de la valeur pour les actionnaires d'un portefeuille composé des 500 plus grandes sociétés non financières du Royaume-Uni. Les résultats montrent que la plupart des avantages précités n'existent pas ou ne se matérialisent pas. En revanche, les sociétés semblent bénéficier en moyenne d'une survaleur manifeste grâce à la diversification géographique.

Le rendement annuel normal des actions d'une société et son coefficient de capitalisation des résultats incarnent sa valeur pour les actionnaires. Le premier reflète la mesure dans laquelle la société a « superformé » ou « sous-performé » pendant l'année. Ce rendement est ajusté par les risques et ne tient pas compte des influences du marché dans son ensemble. La figure 1, ci-dessus, illustre le rendement moyen anormal des sociétés pour différents niveaux de diversification des activités. Celui-ci est présenté par rapport au nombre de segments indiqués (NSEGREP) et illustré par le nombre de codes SIC (Standard Industrial Classification) assignés aux opérations de la société (NSIC4). On constate que la valeur pour les actionnaires est nettement plus faible avec les sociétés diversifiées qu'avec celles spécialisées dans une seule activité. Effectivement, les sociétés diversifiées sont clairement sous-performantes, même sous l'angle du revenu moyen de l'ensemble du portefeuille.

Ces mesures, utiles du fait de leur simplicité, ne tiennent pas compte de la répartition des opérations entre les activités et les régions, et éliminent donc l'information liée à l'importance de chaque opération pour la société. Par conséquent, les auteurs ont également calculé les résultats de la diversification des activités pondérés par les revenus provenant des différents types d'activité ou régions (ou les actifs dédiés à ces derniers). Cette analyse montre des résultats presque similaires à ceux de la figure 1. Quand on les rapporte à la taille de l'entreprise (puisque les sociétés diversifiées tendent à être importantes), ils sont encore identiques.

Pourtant, ces résultats ne se vérifient pas pour la diversification géographique. La société semble avoir un coefficient de capitalisation des résultats nettement plus élevé avec une stratégie de diversification géographique qu'avec une activité purement nationale. Ces résultats sont présentés dans la figure 2 ci-dessus, dans laquelle NGEOREP illustre le nombre de régions géographiques indiquées et GEORVE et GEOASSET les mesures pondérées par le revenu généré par région géographique et par les actifs qui leur sont attribués. Pour le but de cet article, nous avons envisagé cinq régions géographiques possibles où une société britannique pouvait exercer ses activités : Royaume-Uni, Europe continentale et Irlande, Amériques, Asie-Pacifique et Asie australe, et reste du monde.

L'exemple ci-dessus montre qu'il existe une « décote » pour les sociétés diversifiées par type d'activité et une « surcote » pour les actions avec une répartition géographique des opérations. Les plus performantes semblent donc être les sociétés internationales spécialisées. L'issue de récentes batailles que se sont livrées la Royal Bank of Scotland et la Bank of Scotland pour NatWest en Grande-Bretagne semble soutenir cette logique. En fin de compte, les principaux actionnaires ont

Figure 1
Valorisation pour les actionnaires en fonction du nombre d'activités

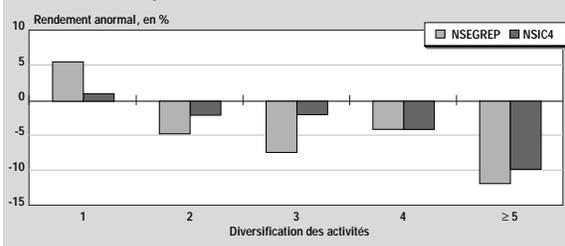
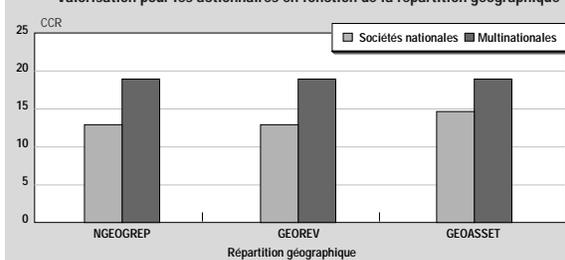


Figure 2
Valorisation pour les actionnaires en fonction de la répartition géographique



préférez la vision d'une portée internationale plus large à celle d'une présence nationale plus forte.

Ces résultats étayent la théorie du portefeuille et ont des répercussions importantes sur les efforts de restructuration des entreprises. Les investisseurs peuvent facilement acquérir des actions dans différents secteurs d'activité et donc diversifier leur portefeuille entre les différents types d'activité avec plus de facilité et moins de frais que les managers, qui supportent davantage de coûts de transaction. Dans ce contexte, l'investissement dans un conglomérat est comparable à celui dans un fonds commun de placement dans lequel les actionnaires rémunèrent les gestionnaires pour s'occuper des fonctions essentielles de l'entreprise : l'administration et la coordination. Mais il y a peu de chances que ce mécanisme représente une bonne utilisation de l'argent des actionnaires.

La « décote du conglomérat »

En revanche, de nombreux pays doivent encore établir des marchés boursiers avec une masse critique et une liquidité suffisantes. Par conséquent, si l'on se place sur le plan de la répartition géographique des activités, il est intéressant pour les investisseurs de compter partiellement sur les managers pour diversifier les risques spécifiques à la société. Ces derniers peuvent engendrer des retours pour les actionnaires que ceux-ci ne pourraient obtenir par eux-mêmes.

Les conglomérats posent un problème pratique analytique aux investisseurs. Les analystes tendent à se spécialiser dans certains domaines d'activité et, quand la société se diversifie dans de multiples secteurs, il devient plus difficile d'évaluer réellement ce qu'elle vaut. De plus, ceux-ci tendent à estimer chaque secteur en fonction de critères différents, comme, par exemple, celui de cash-flow pour les restaurants ou de recettes pour les biens de consommation courante. La spécialisation leur permet donc de mieux comprendre la dynamique d'une entreprise. Celle-ci améliore le reporting et la visibilité de la société et réduit l'incertitude.

Quand, par le passé, un conglomérat créait de la valeur pour les actionnaires, c'est parce qu'il s'articulait autour d'une personnalité charismatique ou de grand talent, sur qui les salariés, comme les investisseurs, comptaient pour rassembler les éléments disparates de l'entreprise en un ensemble cohérent. Il suffit de prendre l'exemple du conglomérat américain General Electric et le talent managérial et charismatique que son directeur général Jack Welch a mis à son service. Cependant, les exemples dans lesquels la construction de tels empires a été une source de création de valeur pour les actionnaires sont plutôt l'exception que la règle.

Bien évidemment, toute décision de diversification ou concentration dépend des termes du contrat, de la prime payée, du coût de la scission et des termes de l'échange d'actions. Mais, ce que nous avons voulu démontrer dans notre propos, c'est que les investisseurs privilégient la concentration par rapport au conglomérat et la répartition internationale par rapport à la présence nationale. ●



Deborah J. Pretty

Deborah Pretty est chargée de recherche au Templeton College à Oxford. Ses travaux portent sur la gestion du risque d'entreprise, la gestion financière des entreprises et le gouvernement d'entreprise.



Rory F. Knight

Le docteur Rory Knight est doyen du Templeton College à Oxford. Il est président de KnightVanden Research Associates, une société de conseil spécialisée dans le risque et la valorisation. Il fait partie du conseil d'administration d'un incubateur Internet implanté en Californie.

Résumé

Dans les années 80, les capitaines de l'industrie bâtissaient des empires au nom de la diversification et de la création de valeur ; dans les années 90, ces empires furent démembrés au nom de la concentration et, bien entendu, de la création de valeur. Dans cet article, Rory F. Knight et Deborah J. Pretty montrent que la seconde stratégie est née pour rectifier les erreurs de la première. On pensait que la diversification ajoutait de la valeur en réduisant les risques des investisseurs et des managers employés dans un seul secteur ou une seule région et qu'elle créait des opportunités de financement et des économies d'échelle. Les études montrent que nombre de ces avantages semblent exagérés, car ils n'existent pas ou ne se concrétisent pas. En revanche, la diversification géographique semble offrir de la valeur. On dirait que les actionnaires préfèrent une portée internationale à une présence purement nationale. La concentration permet aux analystes de mieux comprendre la dynamique d'entreprise et améliorer son reporting et sa visibilité.



Benjamin Gomes-Casseres

Benjamin Gomes-Casseres est professeur à la Graduate School of International Economics and Finance, qui dépend de la Brandeis University. Il est l'auteur de « The Alliance Revolution » et consultant auprès des plus grandes sociétés de haute technologie.

Risques et alliances : s'assurer une place sur le podium

Aujourd'hui, les stratégies d'alliance permettent aux entreprises de réduire leur exposition au risque par rapport aux standards technologiques concurrents. Elles aident aussi à définir des options financières pour des développements futurs.

BENJAMIN GOMES-CASSERES

Il y a trente ans, quand vous demandiez au directeur financier d'une grande société pourquoi il choisissait de nouer un partenariat, il vous répondait généralement « pour partager les risques ». En fait, l'entreprise conjointe telle qu'on la connaît aujourd'hui a été inventée par les sociétés pétrolières dans ce seul but. La recherche de réserves de pétrole était une entreprise hasardeuse et forer pour ne rien extraire pouvait coûter très cher. Par conséquent, mieux valait partager ces coûts avec un partenaire, même s'il fallait aussi partager le fruit de la découverte.

De nos jours, la réponse d'un directeur financier d'une entreprise de la nouvelle économie serait sans doute plus complexe. Le partage des risques fait certainement partie des motivations sous-jacentes d'une alliance, mais, dans l'ordre des préférences, il arrive derrière l'accès aux ressources complémentaires, l'influence sur les standards de l'industrie ou encore la victoire sur les concurrents dans la course au marché. En somme, ce que les directeurs financiers ne réalisent peut-être pas toujours, c'est que l'alliance est aussi un moyen de gérer les risques.

Aujourd'hui, les partenariats aident non seulement les sociétés à partager le coût des projets risqués, mais aussi à se couvrir contre les risques, atténuer les coûts entraînés par la réponse aux événements imprévisibles et, surtout, acquérir et définir des options financières pour exploiter de futures opportunités. Pourtant, nos directeurs financiers de l'ancienne et de la nouvelle économie se trouvent confrontés à un paradoxe ennuyeux. Pour gérer les risques courus par l'entreprise, ils choisissent une stratégie organisationnelle, également notablement risquée : beaucoup de partenariats ou d'alliances se terminent par un divorce ou une déception mutuelle. En un sens, l'alliance permet aux sociétés de se couvrir en assumant seulement quelques risques « relationnels » supplémentaires. Mais le drame pour la plupart des sociétés est qu'elles ne possèdent pas d'infrastructure exhaustive leur permettant d'évaluer cette compensation. Les risques entraînés par la gestion des alliances sont bien connus, mais pas le rôle des alliances dans la gestion des risques. Cet article étudie essentiellement la seconde proposition et résume brièvement la première.

Incertitude et alliances

Les risques stratégiques auxquels les sociétés sont confrontées proviennent de l'incertitude liée à leurs environnements technologique, concurrentiel et commercial. Ce qui fait qu'elles ne sont jamais sûres du rendement d'une impulsion stratégique donnée, tel qu'un investissement dans une nouvelle usine ou le développement d'un nouveau produit. Alors, que faire ? La première approche consiste à minimiser les conséquences des issues négatives et la deuxième à éviter de s'engager dans une stratégie définitive avant que l'avenir ne soit plus clair. Il en existe une troisième : essayer d'influencer l'incertitude elle-même. On peut parfois associer ces trois approches.

Dans ces trois situations, les alliances peuvent être utiles. Comment ? Pour le savoir, commençons par définir le terme « alliance ». Une alliance est une structure organisationnelle unique qui favorise la coopération entre plusieurs sociétés. Celle-ci peut revêtir plusieurs formes, depuis les simples rapprochements d'entreprises jusqu'aux complexes consortiums, en passant par les accords de codéveloppement. Indépendamment de sa forme, l'alliance crée une relation ouverte et permanente entre des sociétés appartenant à différents propriétaires. Les contrats isolés conclus dans les conditions normales du commerce avec des clauses nettes et précises ne sont pas des alliances, ni les acquisitions et les fusions totales. Tout l'art – et le défi – d'une alliance réside dans sa souplesse et dans l'engagement partiel de ses membres.

En règle générale, les alliances permettent aux entreprises de prendre des engagements supplémen-

taires dans une stratégie en plein déploiement, ce qui est un avantage lorsque les incertitudes qui les entourent les empêchent de prendre des décisions plus définitives. A partir du moment où les sociétés n'ont qu'un engagement partiel, elles peuvent aussi investir dans d'autres accords, et donc répartir et diversifier leurs risques. Parallèlement, le caractère ouvert de l'alliance peut diminuer, voire annuler, tout son intérêt, si celle-ci n'est pas gérée correctement. De plus, lorsque cet engagement partiel ne suffit pas à inciter les dirigeants à coopérer, l'alliance risque d'aboutir directement à une impasse. Nous étudierons dans cet article la médaille et le revers de la médaille.

Risques stratégiques

● Réduire votre exposition

La participation de nombreux partenaires dans une entreprise réduit le risque d'échec pour chacun d'entre eux. Cette technique est aussi vieille que le capitalisme lui-même, puisque l'East India Company en Grande-Bretagne l'utilisait déjà pour financer les voyages risqués. Au XX^e siècle, les sociétés d'exploitation pétrolière avaient souvent l'habitude de s'associer. Dans l'économie high-tech contemporaine, les explorateurs ne voguent plus vers des continents lointains et ne creusent plus le sol, ils colonisent le ciel et sondent les profondeurs de l'ADN ou des structures atomiques.

Nous en avons un exemple avec Iridium, un consortium réunissant des sociétés de l'électronique, de l'aéronautique et des télécoms, qui a lancé 66 satellites dans l'espace et introduit le premier service téléphonique autour du globe fin 1998. Une entreprise qui a coûté plus de 5 milliards de dollars et a été mise volontairement en liquidation judiciaire en l'espace d'un an.

Pourquoi ? Plusieurs réponses ont été proposées. La première est que le projet a été lui-même dépassé par des tendances technologiques et des conditions de marché imprévues au moment de son lancement. En voulant être à la pointe de la technologie et servir un marché qui n'existait pas encore, Iridium a pris des risques importants. Motorola, le fabricant américain de systèmes de télécommunications mobiles, et son partenaire ont d'ailleurs bien fait de réduire leur exposition au risque d'échec. Et ils ne sont pas les seuls. Tous les projets de communication par satellite restant encore en cours sont dirigés par des consortiums dont les acteurs cherchent à partager les risques. Même Bill Gates à la tête de Microsoft s'est associé au pionnier du téléphone mobile Craig McCaw et à Motorola pour partager les risques du projet Teledesic de la prochaine génération. Cet exemple montre que les alliances peuvent être

intéressantes pour réduire l'exposition au risque. L'incertitude mise à part – on peut dire que ce projet était vaste et « massif » –, une société qui tente de réduire son exposition au risque ne décide pas de lancer un satellite sans s'entourer de précautions.

● Couvrir vos paris

On retrouve des conditions similaires dans la bio-ingénierie et la recherche de structures plus petites sur les semi-conducteurs. Un domaine où les alliances abondent. L'autre avantage des partenariats dans la bio-ingénierie et les semi-conducteurs est qu'ils permettent aux entreprises de couvrir leurs paris sur deux ou davantage de technologies concurrentes. Cela explique que les alliances prolifèrent aussi rapidement dans l'univers « pointcom ». Avec cette stratégie, non seulement les sociétés réduisent le risque d'échec d'un projet, mais surtout elles augmentent leurs chances de réussir quelque part.

C'est la méthode adoptée par Bill Gates. Microsoft a investi dans une kyrielle de sociétés offrant des solutions concurrentes pour faire face à la convergence TV-PC. Personne ne sait exactement ce qu'il adviendra. Par conséquent, Microsoft a misé sur ATT pour accélérer la généralisation de l'accès Internet à grande vitesse par les lignes téléphoniques, sur Nextel Communications pour développer l'accès sans fil à Internet et enfin sur Comcast pour promouvoir l'accès aux systèmes câblés. Il est probable que l'une ou plusieurs de ces options aboutiront, mais pas toutes. Dans tous les cas, Microsoft est sûr de réussir au moins l'un de ses paris. Il en fera un atout supplémentaire dans la course à la concurrence.

Les alliances sont des plus utiles pour couvrir les paris quand les issues possibles sont incertaines. Ce type d'incertitude est courant dans le monde « pointcom », où il y a en général peu de gagnants, si ce n'est un seul. Dans ces marchés de type « winner-takes-all », il est intéressant pour les fournisseurs, les clients et ceux qui apportent des technologies complémentaires de s'allier avec plusieurs autres parties pour s'assurer une place sur le podium.

● Réduire vos coûts de transition

Dans les stratégies de couverture et de partage des risques, la société joue un rôle passif une fois l'alliance scellée. Au fur et à mesure du déroulement des événements, elle est protégée contre les pertes excessives grâce à son portefeuille d'alliances. Cependant, celles-ci peuvent aussi être utilisées pour gérer plus activement les risques.

L'un des buts les plus courants des alliances est de changer les capacités et la position stratégique d'une entreprise. Ainsi, Xerox, le fabricant américain de photocopieurs et imprimantes, et Corning, l'un des plus grands fabricants américains de verre et de systèmes, figurent au nombre des entreprises connues pour avoir scellé des partenariats afin de pénétrer des marchés à l'étranger et accéder à de nouvelles technologies. D'autres sociétés cherchent à atteindre le même objectif en utilisant les fusions et acquisitions, comme Daimler-Benz qui a racheté Chrysler, formant ainsi un groupe automobile germano-américain. A quel moment une société subissant une pression pour changer ses capacités ou sa position sur le marché choisit-elle une alliance ou opte-t-elle pour une acquisition ? Les différences de coûts mises à part, ces deux stratégies gèrent les risques différemment.

Il y a deux risques inhérents à toute tentative effectuée pour transformer l'activité d'une entreprise : le risque de partir dans une mauvaise direction et celui de trébucher, même quand on a choisi la bonne voie. Lorsqu'on opte pour l'alliance, de préférence à une acquisition, on arrive à réduire les « coûts de transition ». Une alliance permet à une entreprise de tester une nouvelle orientation, puis de battre en retraite élégamment si elle s'est trompée. Cela coûte généralement moins cher que d'acquiescer une société, puis de la revendre. L'alliance permet également le transfert progressif des connaissances et

Résumé

Auparavant, les grandes entreprises scellaient des partenariats pour partager les risques inhérents aux grands projets. Aujourd'hui, leurs motifs sont plus variés. Benjamin Gomes-Casseres montre que les alliances aident les entreprises à se couvrir par rapport aux standards technologiques concurrents et réduisent le coût des grands changements stratégiques en apportant des compétences nouvelles aux partenaires. Une alliance peut donc être considérée comme une option sur des développements futurs puisqu'une société peut y adhérer ou la rejeter en fonction de l'évolution des paramètres. Certains partenariats permettent aussi de gérer directement les risques d'entreprise. Toutefois, malgré leur attrait, les relations entre les sociétés dans une alliance présentent souvent un risque en elles-mêmes. L'auteur conclut avec quelques conseils pour éviter que des alliés ne finissent par devenir des ennemis.

des compétences, sachant que le partenaire garde un intérêt dans l'activité.

En revanche, l'acquisition risque d'anéantir l'esprit porteur du renouveau de la société acquéreuse. ATT, l'opérateur de télécoms américain, nous en fournit une illustration. Pendant plusieurs dizaines d'années, les sociétés informatiques et de télécommunications pensaient qu'un jour leurs technologies fusionneraient. Cependant, dans ce scénario évoquant celui de la convergence TV-PC cité précédemment, personne ne savait exactement quand et comment cela se produirait. Malgré cette énorme incertitude, ATT décida de prendre les devants et de racheter la société informatique NCR pour la somme de 7,5 milliards de dollars en 1991. Comme on le vit plus tard, il y avait peu de synergie entre les deux, et ATT se sépara d'elle après qu'elle eut subi plus de 3 milliards de pertes. Si elle avait opté pour une alliance au départ afin de tester son idée, elle aurait économisé de l'argent, du temps et des efforts. En procédant par étapes plus réduites, les dirigeants peuvent mieux évaluer le terrain et éviter de se fatiguer prématurément.

● Acheter des options sur des développements futurs

Une alliance au début d'une transformation est aussi un moyen d'« acheter » une option sur des développements à venir. La société commence par investir dans un partenariat, tout en ayant la possibilité d'en sortir ou de s'impliquer davantage après avoir vu comment les choses évoluaient. Dans ce cas, le coût du démarrage des relations est relativement faible, de même que le coût de sortie. En revanche, la valeur de l'option fondée sur le développement des relations peut être très élevée. Ecartons-nous légèrement de notre sujet pour passer en revue les options financières.

Une option dans le monde financier est le droit d'acheter ou de vendre un titre pendant une période donnée à un prix prédéterminé. Il ne s'agit pas d'un engagement définitif à faire quelque chose. Si l'option n'est pas exercée pendant cette période, elle expire. Le principal intérêt de l'option provient de sa souplesse, car elle permet d'agir plus tard quand de nouveaux événements se produisent. Par conséquent, plus l'incertitude sur l'avenir est grande, plus cette flexibilité a de valeur.

Corning Glass a utilisé les alliances en tant qu'options pour explorer et finalement prendre le leadership dans le domaine des fibres optiques. Quand le groupe a démarré ses recherches sur cette nouvelle technologie dans les années 70, l'idée de transmettre l'information sous la forme d'impulsions lumineuses à travers la fibre de verre n'avait pas encore été testée en dehors des laboratoires. Le groupe a donc scellé rapidement des alliances avec des sociétés de télécoms et des structures de recherche afin de réduire les incertitudes techniques et de développer des solutions commerciales. Après avoir recueilli de nouvelles informations, Corning se lança dans une seconde vague d'alliances, cette fois avec les premiers utilisateurs et fabricants. Son plus grand allié sur le plan de la fabrication était Siemens, qui devint son partenaire à 50 % dans Siecior, une société de câbles optiques qui devait très vite acquérir une position dominante dans ce secteur. En 1999, l'intérêt de Corning pour les fibres optiques s'était tellement accru qu'il préféra exercer son option afin de s'approprier et gérer entièrement cette activité et racheta la part de Siemens.

● Gérer directement les risques d'entreprise

Dans cette cinquième et dernière stratégie, nous verrons que les alliances permettent réellement de réduire les risques de l'entreprise en améliorant les chances de succès d'un projet. Cette stratégie est souvent complémentaire aux autres. Une société peut très bien faire tout ce qu'elle peut pour réussir un projet, tout en protégeant ses paris s'ils devaient échouer.

L'industrie pharmaceutique comporte de nombreux exemples de ce type. Parfois, les grands groupes multiplient les investissements dans les start-up en biotechnologie et dans les laboratoires universitaires, essentiellement pour partager leurs risques et couvrir leurs paris. Parfois aussi, ils s'impliquent profondément dans l'organisation d'une start-up, sa commercialisation, les processus réglementaires ou d'autres questions susceptibles de conditionner le succès ou l'échec d'un nouveau médicament. Souvent, cette gestion directe des risques se reflète dans des séquences de décisions complexes et des paiements à chaque étape qui servent à guider la start-up, tout en offrant une flexibilité proche de celle de l'option au partenaire le plus important.

Le contrat conclu entre Abbott Laboratories, le fabricant américain de médicaments et produits médicaux, et Takeda Chemical Industries au Japon en est un bon exemple. En 1977, ces deux groupes



Les grands groupes de l'industrie pharmaceutique multiplient les investissements dans les start-up en biotechnologie et dans les laboratoires universitaires pour partager leurs risques et couvrir leurs paris. (Photo d'un poste de contrôle visuel d'une chaîne de production de médicaments chez Bayer Pharma France).

créèrent TAP Pharmaceuticals, une coentreprise implantée aux Etats-Unis qui avait initialement accès à la R&D de Takeda afin de l'exploiter sur le marché américain. Un usage courant de cette approche des options, car il était difficile de savoir quels seraient les composés commercialement viables aux Etats-Unis. Abbott ne s'est pas contenté d'attendre que les incertitudes se résolvent d'elles-mêmes. Au contraire, il a aidé TAP à développer sa stratégie marketing et sa force de vente et à gérer le processus long et complexe nécessaire pour faire agréer ses médicaments par la Federal Drug Administration. Grâce au composé de Takeda et aux contributions d'Abbott sur le plan du management, TAP Pharmaceuticals réussit à développer le Prevacidreg, un médicament qui a remporté un vif succès et a représenté environ 2 milliards de dollars sur le plan des ventes en 1999.

Là aussi, l'alliance a été utile pour traiter les risques inhérents au projet. L'autre façon importante dont les alliances réduisent directement le risque d'entreprise aujourd'hui, particulièrement dans les technologies Internet très disputées, est d'aider les concurrents à s'entendre sur des standards communs. Cependant, la protection offerte par ces alliances n'est jamais gratuite. En dehors des faibles dépenses entraînées par la formation et la gestion de l'alliance, la stratégie organisationnelle elle-même implique la prise de risques additionnels.

Risques relationnels

L'histoire des alliances est remplie d'anecdotes sur les relations embrouillées où les alliés finissent par devenir ennemis. Point n'est besoin de souligner qu'une mauvaise structure ou le choix erroné d'un partenaire peuvent condamner l'alliance dès le départ, ni que sa gestion négligée après sa conclusion peut condamner une relation qui apparaissait prometteuse. Il peut donc être utile d'indiquer les outils de gestion du risque relationnel au niveau des alliances.

- Eviter la « co-opération » : le risque de conflit est élevé dans les alliances entre rivaux.
- Définir soigneusement son ampleur : les bonnes frontières font les bons amis, même parmi les sociétés non directement concurrentes.
- Ne pas ignorer le gouvernement de l'alliance : une bonne définition de la structure de l'alliance avant sa conclusion et un ajustement continu après sont indispensables pour bâtir une relation constructive.
- Créer de multiples passerelles : c'est ce qui permet de tisser des relations entre les partenaires à plusieurs niveaux dans leur organisation respective.
- Ne pas faire confiance les yeux fermés : même s'il est bon et nécessaire que le courant passe bien, celui-ci ne remplace pas le contrôle des mécanismes

ni les encouragements à la collaboration ni l'alignement organisationnel.

● Le succès commence chez soi : sans un mécanisme de soutien dans votre propre entreprise, vos alliances externes sont vouées à l'échec.

● Ne pas se fixer sur les côtés négatifs, mais voir les côtés positifs : les alliances malheureuses ne réalisent pas ce qu'elles avaient prévu de faire. En revanche, les alliances réussies vont au-delà de leurs objectifs initiaux.

Les stratégies d'alliance

Ces règles sur le succès des alliances ont un trait commun : le partenariat est considéré comme une entreprise en évolution intégrée à une stratégie dynamique. Dans cette optique, l'alliance est bien plus que le simple « accord » annoncé avec beaucoup de bruit dans la presse.

Un jeu de mots résume parfaitement ce point : les sociétés doivent bâtir des « stratégies d'alliance » et non des « alliances stratégiques ». La différence n'est pas sémantique. Tous les managers savent qu'une focalisation excessive sur le contrat lui-même peut les amener à négliger la stratégie sous-jacente. Pourquoi scellons-nous une alliance ? Comment celle-ci s'insère-t-elle dans notre « constellation » d'alliés ? Comment la soutenir sur le plan interne ? Ces questions essentielles vont au-delà de la simple signature d'un accord. Pour bien exploiter les alliances dans la gestion des risques, il faut adhérer à ce type de perspective dynamique. ●

L'Art de la Gestion des Risques

Si vous souhaitez recevoir la collection complète de l'Art de la Gestion des Risques (12 numéros par collection), merci de remplir le coupon ci-dessous et de le retourner, accompagné impérativement de votre règlement par chèque à l'ordre des Echos, à l'adresse suivante :

Les Echos - Service Abonnements, BP 500, 60732 Sainte-Geneviève Cedex

Les numéros déjà parus vous seront envoyés à réception de votre commande réglée. Ensuite vous recevrez, chaque semaine, le numéro suivant et ce jusqu'au numéro 12.

Tarif France : 120 francs TTC par collection, port inclus, (envoi CEE + 100 francs frais de port, soit 220 francs TTC).

Je désire une facture acquittée : OUI NON
 NOM : _____ Prénom : _____
 Adresse d'expédition : _____

Code postal : _____ Ville : _____
 Téléphone : _____

- ATTENTION Date limite de commande : 31 décembre 2000 -

QUAND CHACUN
COMMUNIQUE
MIEUX
ET PLUS VITE
C'EST TOUTE
L'ENTREPRISE
QUI GAGNE



L'Approche intégrale :

que vous soyez Directeur Commercial, des Ressources Humaines ou de la Communication..., Responsable du Marketing, des Achats ou des Systèmes d'Information..., en vous apportant les solutions de communication adaptées à vos enjeux et à vos besoins spécifiques, France Télécom favorise la performance de vos équipes et la compétitivité de toute votre entreprise.

BBDO Corporate

www.francetelecom.com

 **france telecom**
bienvenue dans la vie.com