Les Echos
Le Quotidien de l'Economie

AVEC LE CONCOURS DE
PRICEWATERHOUSECOOPERS

EN ASSOCIATION AVEC
Templeton College Oxford
IMD INTERNATIONAL LAUSANNE - SWITZERLAND
Real World. Real Learning.
TUCK AT DARTMOUTH
HEC SCHOOL OF MANAGEMENT PARIS
Lotus An IBM Company

l'Art de l'Entreprise Globale

9 Naviguer dans les eaux de la finance mondiale

DOSSIER SPÉCIAL CHAQUE VENDREDI PENDANT 12 SEMAINES

EN COLLABORATION AVEC LE FINANCIAL TIMES

9

Naviguer dans les eaux de la finance mondiale

Entreprise et finance mondiales
Par Rory F. Knight, Templeton College
Pages II à V

Gérer le risque de change dans un monde volatil
Par Dennis E. Logue, Amos Tuck School
Quels sont les risques auxquels sont exposées les entreprises dans une économie mondialisée, quels sont les outils de couverture et comment déterminer le niveau optimal de couverture sont les questions qui se posent aux managers confrontés au risque de change.
Pages VI à VIII

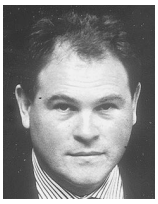
Transparence et qualité des états financiers
Par Mary Keegan et Claude Lopater, PricewaterhouseCoopers
La création d'un marché européen des actions risque d'imposer l'harmonisation que les directives européennes n'ont pu faire. A l'aide des normes IAS ?
Pages VIII et IX

Assureurs : la couverture du risque politique aussi
Par Malcolm Stephens, Templeton College
Les sociétés d'assurances et de réassurances privées s'intéressent de plus en plus à la couverture du risque politique. Un secteur traditionnellement du ressort des pouvoirs publics.
Pages X et XI

La semaine prochaine :
L'Etat, l'entreprise et le citoyen

Les Echos
Directeur général, directeur des publications : Olivier **FLEUROT**
Directeur général adjoint : David **GUIRAUD**
Directeur de la rédaction, rédacteur en chef : Nicolas **BEYTOUT**
L'Art de l'Entreprise Globale
Rédacteur en chef adjoint : Michel **DABAJI**
Coordination et secrétariat de rédaction : Stéphanie **MEUNIER**
Valérie **MAILLARD**

Pour recevoir les cahiers de L'Art de l'Entreprise globale, reportez-vous à la page X



Rory F. Knight

Rory F. Knight enseigne la finance au Templeton College de l'université d'Oxford. Ses recherches portent sur les stratégies d'entreprise et la stratégie financière, l'investissement international et la politique financière des grands groupes, la gestion du risque de change, les joint-ventures, fusions et acquisitions, la structure du capital et le gouvernement d'entreprise ainsi que les marchés internationaux de capitaux et de changes.

Entreprise et finance mondiales

L'augmentation constante des transferts de capitaux et les progrès des communications devraient encore accroître l'importance des marchés financiers mondiaux.

RORY F. KNIGHT

L'image des marchés financiers mondiaux a subi le contrecoup de la crise financière asiatique. Les investisseurs internationaux ont souffert du double choc de la dépréciation des devises et de l'effondrement des marchés boursiers. Et les entreprises ont dû faire face à des engagements coûteux : elles se sont vues contraintes, en effet, de transférer des capitaux importants par le biais du marché des changes.

Parmi ces entreprises, les exemples les plus spectaculaires sont ceux des firmes coréennes qui s'étaient massivement endettées en dollars et des banques internationales qui détenaient des créances importantes sur des sociétés asiatiques. Ces crédits − libellés principalement en dollars et de ce fait non exposés directement au risque de change − devront pour certains faire l'objet d'abandons de créances par suite de défaillances qui sont, elles, liées au risque de change.

En effet, les entreprises asiatiques étaient vulnérables à un risque de change qui, lorsqu'il s'est concrétisé, les a automatiquement empêchées d'honorer leurs engagements à l'égard de leurs créanciers étrangers. Cette situation montre à quel point les risques de change et de crédit sont aujourd'hui étroitement liés sur des marchés financiers globaux.

Mais le principal enseignement de cette crise, pour les dirigeants des entreprises mondiales comme pour les investisseurs internationaux, réside dans le fait qu'elle a totalement bouleversé la donne en matière de compétitivité mondiale. Les tigres de l'Asie du Sud-Est avaient enregistré une croissance spectaculaire et acquis des positions très favorables sur les marchés mondiaux, mais leurs coûts de production avaient augmenté. Les marchés financiers − facteur clef de régulation − ont balayé toutes ces avancées d'un seul coup et fait replonger les entreprises de ces pays dans la course à la compétitivité par les coûts. Ces entreprises, parce qu'elles possèdent des marques solidement établies et un fort capital d'expertise et de technologie, redeviendront des concurrents redoutables si leurs structures financières leur permettent de passer ce cap difficile.

Nombre d'entre elles sont pourvues de réels atouts et, tel le Phénix, renaîtront de leurs cendres si elles parviennent à résoudre leurs difficultés financières à court terme. On peut établir un parallèle avec Eurotunnel : dès lors qu'il a été opérationnel, Eurotunnel a pu continuer de s'affirmer comme un concurrent sérieux face aux compagnies de ferries en dépit d'une situation financière très complexe et des incertitudes qui pesaient sur la structure à terme de son capital.

Les marchés financiers internationaux ont donc rouvert le champ de la concurrence, soumettant les entreprises américaines, européennes et aujourd'hui asiatiques à une pression compétitive accrue.

Une crise financière n'est pas le signe d'un échec des marchés, bien au contraire. Les marchés financiers mondiaux remplissent efficacement leur rôle régulateur, même s'ils le font parfois avec brutalité. Certes, les crises font des victimes, mais les entreprises qui leur survivent bénéficient ensuite de formidables opportunités de croissance et d'amélioration de leur compétitivité. Les investisseurs internationaux qui ont su garder leur sang-froid peuvent à cette occasion réaliser des achats à bon compte.

La suite de l'article analyse les principaux enseignements à tirer de ces événements, que l'on soit dirigeant d'une entreprise multinationale ou investisseur international.

Les marchés financiers

Nous l'avons déjà démontré depuis le début de la série sur l'entreprise globale, les moteurs de la mondialisation de l'économie sont notamment :

− un ralliement général à l'idéologie libérale de l'économie de marché ;

− l'expansion économique des pays en développement ;

− les progrès des techniques de communication ;

− la suppression des entraves aux échanges commerciaux et aux transferts de capitaux et de technologies.

L'influence de ces facteurs a été accentuée par la mondialisation parallèle des marchés financiers − ces deux processus, étroitement liés, se renforçant l'un l'autre.

L'accroissement des mouvements de capitaux internationaux − inévitable du fait de la mondialisation de l'activité économique − entraîne une augmentation significative de la demande de devises. Celle-ci dope la concurrence entre les banques et les marchés financiers à l'échelle internationale, et cette concurrence accrue, à son tour, stimule la demande de déréglementation des marchés de capitaux.

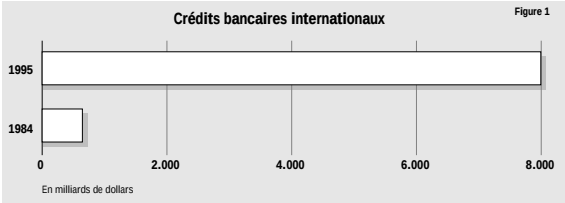
Dans le même temps, les progrès des technologies de l'information et de la communication ont eu pour effet d'améliorer l'efficacité et la rapidité d'exécution des transactions, tandis que les innovations introduites sur les marchés de capitaux entraînaient l'apparition de nouveaux instruments financiers, principalement les produits dérivés.

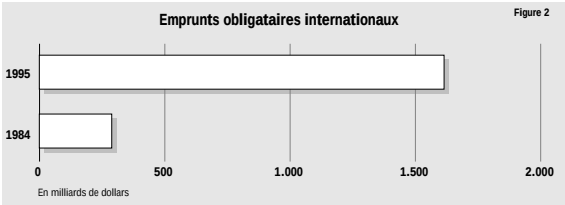
Pour les fournisseurs de capitaux (banques et investisseurs) et pour les utilisateurs (entreprises mondiales), le paysage financier global présente un certain nombre de caractéristiques :

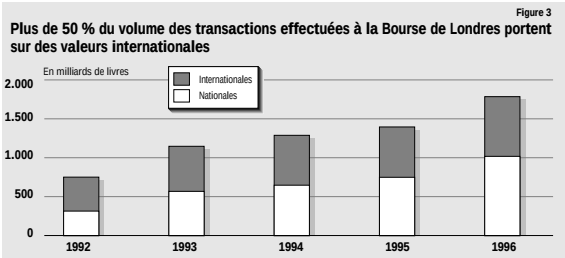
− une multiplication par dix des crédits bancaires et des emprunts obligataires internationaux (voir figures 1 et 2) ;

− une hausse importante de la plupart des marchés actions (voir figure 3) ;

− une très forte augmentation des opérations de change ;







© Bessard/REA

La Bourse de Jakarta (Indonésie). Les tigres de l'Asie du Sud-Est avaient enregistré une croissance spectaculaire et acquis des positions très favorables sur les marchés mondiaux. Mais, au moment de la crise, les marchés financiers ont balayé toutes ces avancées d'un seul coup et fait replonger les entreprises de ces pays dans la course à la compétitivité par les coûts.

− une explosion du volume des transactions sur produits dérivés : contrats de futures, options et swaps de devises.

Investisseurs internationaux

Le principe de la diversification des risques, qui veut que la somme des risques liés aux différentes composantes d'un portefeuille soit inférieure au risque global, a favorisé le développement d'une culture de l'« investissement passif » dans les rangs des gestionnaires de portefeuilles internationaux. Confortablement adossée à la théorie de l'efficience des marchés, cette culture vise à minimiser les risques en les diversifiant le plus possible sur un ensemble toujours plus large de marchés.

Comme le rendement attendu d'un portefeuille international est égal à la somme des rendements de chacune de ses parties, un portefeuille international sera toujours préférable à un portefeuille domestique en termes d'équilibre optimal entre risque et rentabilité. D'où la tendance actuelle à la mondialisation des portefeuilles.

Mais pour l'investisseur actif, une telle démarche revient à accepter de ne pas chercher à en savoir plus. Or lui sera, pour sa part, en permanence à l'affût de valeurs apparemment sous-évaluées, et cette recherche le conduit à se tourner résolument vers les marchés mondiaux. Il considère en effet que l'attrait d'une croissance forte et le risque de volatilité dont elle s'accompagne sont deux aspects indissociables d'une même réalité, surtout sur les marchés émergents.

Les principaux défis que doit relever l'investisseur international sont les suivants :

− gérer le risque de change lié à la détention d'un portefeuille mondial ;

− comprendre les phénomènes de corrélation entre les différents marchés ;

− sélectionner des titres.

● **Gérer le risque de change lié à la détention d'un portefeuille mondial**.

On relève une tendance, sur les marchés volatils en particulier, à se couvrir contre les effets des fluctuations de changes. C'est une erreur : une analyse plus approfondie montre en effet que les fluctuations des devises n'ont pas grand-chose à voir avec les variations du cours des actions. Autrement dit, la suppression arbitraire du risque de change peut, de fait, accroître le risque de portefeuille.

Bien que paradoxale à première vue, cette analyse se fonde sur une logique irréfutable. Le risque de change peut en fait contrebalancer une part du risque lié à l'évolution des cours de Bourse, et sa suppression grâce à une opération de couverture − outre un coût élevé − peut aussi entraîner la réapparition de risques qui étaient jusque-là compensés.

D'où l'obsession des gestionnaires de portefeuille préoccupés de déterminer des ratios optimums de couverture, autrement dit le niveau idéal de couverture pour un portefeuille donné.

Or cette recherche est vaine, car un ratio de couverture doit toujours être déterminé en liaison avec la répartition des actifs dans un portefeuille. Plutôt qu'un déterminant du processus d'allocation des actifs, les ratios de couverture en sont le résultat. Les investisseurs internationaux qui ont recours à des instruments de couverture tendent à couvrir exagérément leurs positions − pour la plus grande satisfaction des conseillers financiers qui leur fournissent ce type de services.

● **Comprendre les phénomènes de corrélation entre les marchés**.

Les investisseurs internationaux s'intéressent de très près au degré de corrélation entre les différents marchés. Bernard Dumas, dans un article paru dans « L'Art de la Finance » (n° 2, vendredi 20 et samedi 21 mars 1998), a analysé en détail ce phénomène et noté qu'il existe de fortes corrélations, démontrées par les faits. Ce phénomène a d'importantes conséquences.

D'une part, si tous les marchés sont très largement soumis aux mêmes facteurs, les avantages potentiels liés à une diversification internationale s'en trouvent fortement réduits.

D'autre part, si − comme le pense Bernard Dumas − l'augmentation du niveau de corrélation découle de l'intégration croissante des marchés de capitaux, nombre de stratégies financières mises en l'œuvre à l'échelle mondiale deviennent caduques. Dans un marché intégré de capitaux, le coût de la ressource financière sera le même sur tous les marchés : il devient alors inutile de chercher à lever à moindre coût des capitaux sur les marchés mondiaux.

● **Sélectionner des titres**

Dans ce domaine, un certain nombre d'écueils guettent l'investisseur imprudent. Quelques règles simples lui permettront de les éviter :

− *Eviter de se précipiter sur des titres de société simplement du fait de leur renommée.*

Souvent, les investisseurs internationaux optent pour des valeurs réputées sur un marché étranger, comme Nestlé en Suisse ou Volvo en Suède. Or ces firmes ont une forte notoriété précisément parce qu'elles opèrent à l'échelle mondiale. Dans la mesure où elles sont affectées par les mêmes facteurs sur la scène économique internationale, investir trop largement dans des valeurs mobilières de cette nature aura inévitablement pour conséquence de réduire les avantages liés à la diversification.

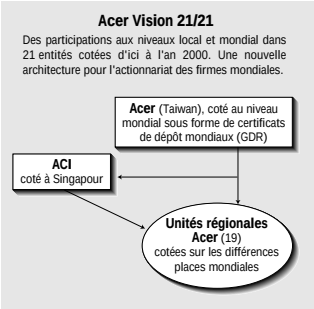
− *Se rappeler que le capital international est concentré.*

En dehors des marchés anglo-saxons, les marchés d'actions sont extrêmement concentrés. Un nombre limité de grandes entreprises représentent une fraction importante de la capitalisation boursière totale. Cette caractéristique a pour effet de biaiser fortement les résultats des études de corrélation sur lesquelles s'appuient les décisions d'allocation d'actifs.

− *Jouer pleinement son rôle d'actionnaire.*

Du fait du développement des investissements internationaux et de la diversification passive, de moins en moins d'actionnaires participent activement au contrôle de la bonne marche (« corporate governance ») des entreprises mondiales dans lesquelles ils investissent. Cette situation n'est pas saine pour deux raisons : d'abord, elle risque de permettre aux piètres performances d'une direction sclérosée de passer inaperçues. Ensuite, elle n'incite

L'architecture novatrice d'Acer



En matière de structures de gouvernement d'entreprise, un exemple tout à fait novateur nous est fourni par le constructeur informatique taïwanais Acer.

Son PDG, Stan Shih, a présenté sa « Vision 21/21 », qui repose sur une stratégie financière nouvelle et passionnante. Un holding ACI a été constitué à Singapour, ce holding étant lui-même contrôlé par Acer Inc., coté à Taiwan. Ensemble, les deux sociétés contrôleront 19 autres sociétés détenant les activités régionales d'Acer et cotées sur les différentes places mondiales.

Ce montage permet à Acer d'étendre son contrôle bien au-delà de ses engagements financiers. Il lui permet simultanément d'accroître sa capacité financière tout en diminuant son coût du capital. Mais il en résulte une structure pyramidale à l'échelle mondiale qui permet des prises de participation à de nombreux niveaux (voir la figure ci-contre).

De telles innovations sont source de création de valeur précisément parce que les marchés mondiaux de capitaux sont complexes et opaques. Face à une telle complexité, il est tout à fait paradoxal que les conseils d'administration des grandes entreprises mondialisées restent dominés par des représentants nationaux. Le jour où ces conseils décideront de s'internationaliser eux-mêmes, les entreprises globales cesseront d'être ce qu'elles sont encore aujourd'hui : des entreprises nationales en quête d'un empire.

pas les dirigeants à s'interroger sur la valeur réelle de leur entreprise dans la mesure où il est en tout état de cause difficile de faire passer un message clair à un actionnariat anonyme et géographiquement dispersé.

– *Dans le cadre de la mondialisation, les investisseurs peuvent rester investis sur leur marché domestique.*

Du fait de l'émergence d'entreprises mondiales, une part croissante de la capitalisation boursière nationale est déjà constituée par des actifs fortement diversifiés à l'échelle internationale. Un bon exemple en est fourni par les fonds de pension suisses. Ces fonds ne détiennent que des actions de sociétés suisses, mais les plus importantes de ces entreprises, Nestlé ou Novartis par exemple, sont elles-mêmes internationales. Ainsi, bien que les portefeuilles de ces fonds de pension soient investis en valeurs domestiques, ils sont de fait largement diversifiés au plan international. L'entreprise mondiale peut donc, jusqu'à un certain point, servir de substitut à la diversification internationale d'un portefeuille. Les investisseurs domestiques doivent néanmoins rester vigilants : l'efficacité de ce type de substitution, thème de nombreuses recherches et controverses, reste à démontrer.

– *Les informations disponibles sur les entreprises ne sont pas toutes également fiables.*

Les principes comptables et les règles de publication des informations varient très sensiblement d'un pays à l'autre. Ces différences peuvent rendre difficile l'analyse comparative des entreprises au niveau mondial et entraîner des erreurs lourdes de conséquences.

Une stratégie globale

Pour une entreprise, la première conséquence financière de la mondialisation est l'exposition au risque de change. Et beaucoup se félicitent de la création d'une monnaie unique en Europe, fréquemment présentée comme le moyen d'éviter ce risque et de favoriser l'intégration de l'activité économique dans la région.

A l'encontre de cette thèse, notons cependant que rien ne permet d'affirmer que le risque de change ait pu être une entrave à la mondialisation de l'économie. A cela, plusieurs raisons :

● **Il est facile de recourir à des opérations de couverture pour des transactions spécifiques**.

Le développement favorable des marchés financiers, combiné au progrès des technologies de l'information, permet aux directions financières des grandes entreprises mondiales de gérer leurs multiples flux en devises dans l'optique de minimiser les effets négatifs des fluctuations de change.

Grâce à la prolifération d'instruments financiers (négociables sur les marchés organisés et sur les marchés de gré à gré) tels que les options, les contrats de futures et les swaps de devises, les directeurs financiers disposent d'un large éventail d'outils pour gérer efficacement et à moindre coût le risque de change.

● **Une politique financière mondialisée est en soi une couverture contre le risque**.

Le financement en monnaie locale d'investissements à l'étranger permet de compenser les effets des fluctuations monétaires, et donc de préserver efficacement la valeur d'une entreprise mondiale.

● **Une politique d'approvisionnement mondialisée élimine le risque de change**.

Une politique mondiale d'approvisionnement comme celle mise en œuvre par Toyota dans le cadre de son activité industrielle permet de s'assurer que les coûts et le chiffre d'affaires évoluent automatiquement dans le même sens. Les flux dans une monnaie donnée s'équilibrent donc très largement, ce qui permet d'éviter les mauvaises surprises, même lorsque certaines devises connaissent des fluctuations brutales par rapport à la monnaie de référence utilisée pour l'établissement des états financiers.

● **Toutes les devises ne s'effondrent pas en même temps**.

IBM gère des flux quotidiens importants dans plus de 30 devises. Toutes ces monnaies n'évoluent pas dans le même sens par rapport au dollar. En conséquence, les effets des variations individuelles se compensent automatiquement au sein du « portefeuille » que constitue l'ensemble des flux de la firme.

● **Les fluctuations monétaires affectent aussi la concurrence**.

La volatilité des monnaies pose un problème crucial, celui de ses effets sur la compétitivité d'une entreprise. Si une entreprise mondiale est exposée à des fluctuations de change sur un marché particulier, l'effet à terme de ces variations sur sa valeur réelle sera égal au total des variations de ses positions concurrentielles.

Prenons l'exemple du marché américain des importations automobiles. A première vue, une baisse du dollar vis-à-vis du mark pourra sembler préjudiciable aux ventes de BMW aux Etats-Unis (en supposant une rentabilité constante en marks). Mais si la livre sterling s'apprécie dans une plus forte proportion contre le dollar, la situation de Jaguar sera moins enviable encore. L'effet net de ces variations est difficile à apprécier et peut parfaitement se traduire par une amélioration de la compétitivité de BMW par rapport à Jaguar.

Politique de couverture ?

Globalement, le risque de change ne paraît pas avoir ralenti le mouvement de mondialisation. Le PDG d'une entreprise mondiale doit néanmoins définir des règles claires de gestion de ce risque pour élaborer une stratégie financière cohérente et en phase avec la stratégie globale de son entreprise.

La décision de se doter ou non d'une stratégie de couverture doit être mûrement pesée à partir des mêmes critères que ceux utilisés pour toute autre décision financière, autrement dit en évaluant son impact probable sur la valeur de l'entreprise. Quel est l'impact d'une politique de couverture sur la valeur actuelle des cash-flows futurs ?

La réponse la plus courante à cette question va dans le sens d'une stratégie de couverture, celle-ci permettant en effet de réduire l'incertitude et, par conséquent, le taux d'actualisation dans le calcul de la valeur d'une entreprise. En résumé, une stratégie de couverture entraîne une baisse du coût du capital qui compense largement le coût financier des opérations de couverture. La valeur de l'entreprise s'en trouve donc accrue. Cette argumentation peut sembler valable dans le cas de transactions ponctuelles. On peut avoir recours à des produits dérivés pour fixer un taux de change particulier préalablement à une transaction, afin que, au terme de la période de couverture, l'entreprise ne soit pas affectée par les fluctuations monétaires. Mais des entreprises mondialisées traitent des flux constants, et le fait de se couvrir à court terme n'a, par définition, aucun effet sur le niveau d'incertitude qui s'attache à une période plus longue de plusieurs années.

Pour l'illustrer, il suffit de comparer la volatilité des cours au comptant et à terme. Force est de conclure qu'il n'y a pas d'écart significatif entre les deux. Les prix des futures ne fournissent aucune information supplémentaire par rapport aux prix au comptant. Dans ces conditions, vouloir couvrir la totalité des flux en devises est un exercice aussi vain que de changer la disposition des transats à bord du « Titanic ».

De plus, si l'on fait appel à des produits dérivés à plus long terme comme les swaps de devises (qui sont l'instrument le plus utilisé pour couvrir des emprunts internationaux), cela revient tout simplement à annuler les raisons mêmes pour lesquelles on a souscrit un emprunt international.

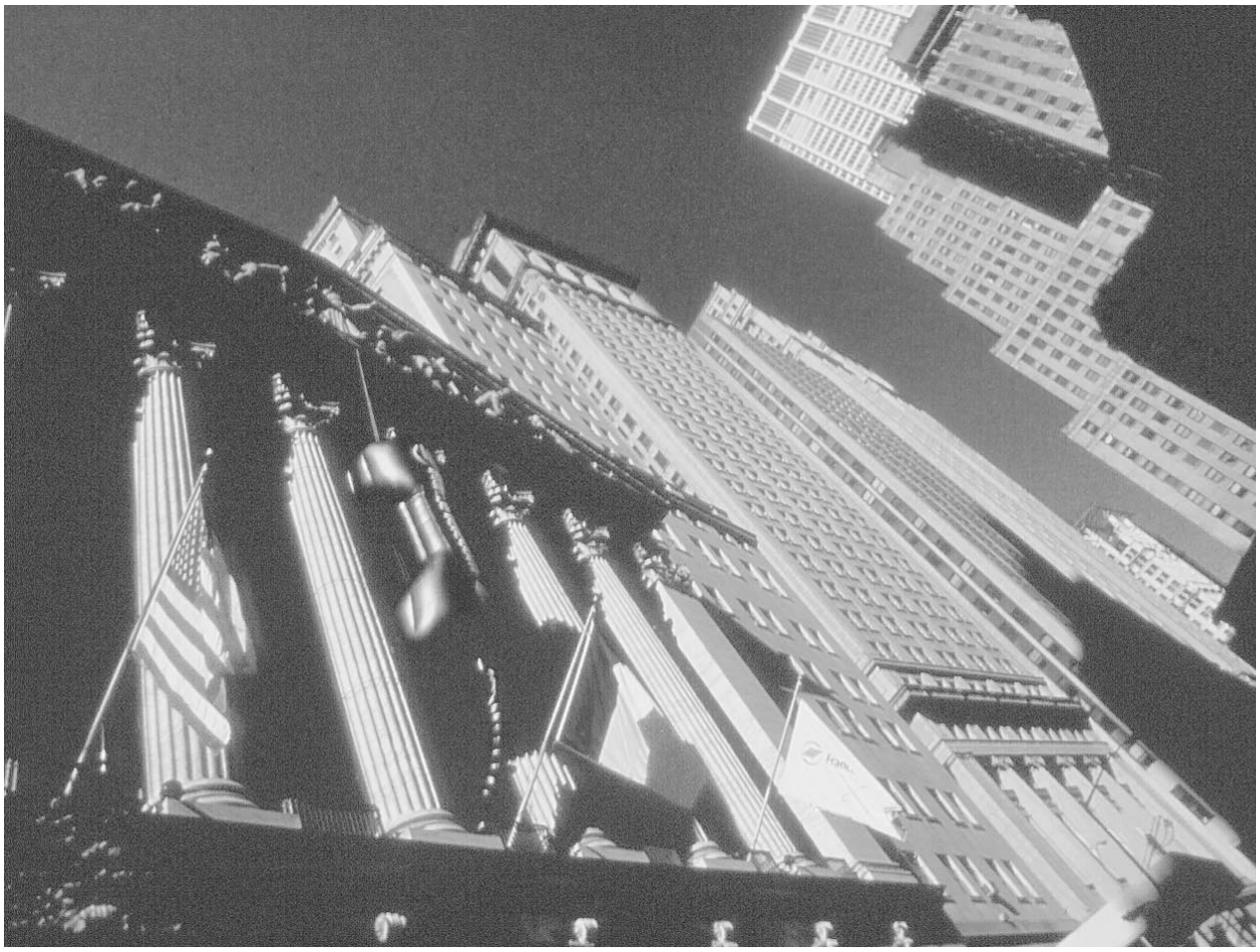
C'est pourquoi les PDG des entreprises mondiales s'interrogent de plus en plus – et à juste titre – sur l'opportunité des produits dérivés. Même utilisés de manière judicieuse, ces instruments offrent peu d'avantages en termes de création de valeur. Et, utilisés à mauvais escient, ils peuvent avoir des effets dévastateurs. La liste des victimes inclut des sociétés comme Metallgesellschaft et Barings, conduites au bord de la faillite par un usage immodéré de produits dérivés internationaux. L'image est tout à fait appropriée : les produits dérivés s'apparentent à une sorte de drogue, dont les banques internationales ont encouragé la consommation – drogue chère, procurant des sensations agréables si elle est consommée avec modération, mais susceptible d'engendrer une véritable dépendance et d'avoir des effets dévastateurs lorsqu'on en abuse de façon répétée.

On peut aussi poser le problème dans des termes différents : la mise en œuvre d'une politique de couverture particulière est-elle de nature à inciter des investisseurs à payer plus cher les actions d'une entreprise mondiale ? La réponse risque fort d'être négative.

Tout d'abord, certains investisseurs peuvent parfaitement couvrir leurs propres positions de manière adéquate et à des coûts relativement faibles, ce qui réduit l'intérêt d'une stratégie globale de couverture au niveau de l'entreprise. La mise en œuvre d'une telle stratégie par l'entreprise a donc souvent pour résultat de supprimer des risques déjà pris en compte par les investisseurs à leur propre niveau. Dans ce contexte, une stratégie de couverture représente une charge inutile et une ponction sur la valeur de l'entreprise.

Qui plus est, elle néglige le fait que les investisseurs ont peut-être choisi d'investir dans un groupe mondial en raison précisément de la nature des risques liés à ce type de sociétés.

L'annonce par Newmont Mining de sa décision de mettre fin à sa politique de couverture est l'exemple même d'une société qui a pris conscience



© Sophie Elbaz/France Télécom

Introduction de France Télécom à la Bourse de New York en octobre 1997. Bien que de nombreuses entreprises soient cotées sur plusieurs places boursières, une part plutôt faible de leur capital est détenue par des investisseurs étrangers.

des limites d'une telle stratégie et qui en tire clairement les conséquences. D'autres entreprises mondiales comme BP ont annoncé leur intention de faire de même pour certains types de risque.

Structure de capital mondiale

Bien que de nombreuses entreprises soient cotées sur plusieurs places boursières, une part étonnamment faible de leur capital est détenue par des investisseurs étrangers. L'introduction très médiatisée de Daimler-Benz à la Bourse de New York, par exemple, s'est traduite par une participation américaine d'à peine 3 % dans son capital. Plus récemment, dans le cadre de leur privatisation, d'autres groupes européens comme France Télécom et Deutsche Telekom ont voulu ouvrir leur capital à des actionnaires étrangers. Il n'en reste pas moins difficile, aujourd'hui encore, de trouver un exemple de société mondiale dont le capital soit détenu en majorité par des investisseurs non résidents.

Depuis que Nestlé a autorisé des actionnaires étrangers à détenir des titres nominatifs, un peu plus de la moitié de son capital serait passée entre des mains étrangères. Mais, toujours d'après certaines estimations, les investisseurs étrangers détiennent nettement moins de 50 % des droits de vote.

Le groupe pharmaceutique danois Novo Nordisk (anciennement Novo Industri) a réussi à placer à l'étranger environ 80 % de ses actions de type B, soit l'équivalent de 35 % des droits de vote. Le formidable succès remporté par cette opération a permis à Novo de réduire considérablement son coût du capital et de se positionner favorablement par rapport à la concurrence. Tout s'est bien passé pendant une décennie environ. Mais, dans les années 90, le groupe a vu revenir sur le marché danois un volume important de titres, si bien qu'aujourd'hui plus de 80 % du capital de l'entreprise se trouvent à nouveau entre des mains danoises.

Curieusement, la plupart des cotations d'entreprises étrangères sur le marché de New York se font sous la forme d'émissions de certificats de dépôt américains (« American depositary receipts ») : en vertu de ce dispositif, une société non américaine place un paquet d'actions en dépôt auprès d'une banque américaine pour ouvrir un compte local de transaction sur la valeur.

Ce concept a été étendu aux certificats de dépôt mondiaux (GDR, ou « global depository receipts ») ; cette procédure permet d'ouvrir des comptes de ce type sur plusieurs places simultanément. S'ils constituent une innovation utile, l'existence même de ces mécanismes prouve bien que les marchés financiers sont encore loin d'être totalement intégrés.

Autre illustration : les conditions de rapprochement entre certaines entreprises anglaises et néerlandaises. Royal Dutch/Shell et Reed/Elsevier ont fusionné leurs activités, mais tout en conservant leurs cotations respectives sur leurs marchés domestiques. Ainsi, Reed Elsevier n'est pas coté en tant que tel, même s'il est possible d'investir indirectement dans le groupe Via Reed International à Londres ou Elsevier à Amsterdam. Un autre exemple européen est celui d'ABB ; le groupe n'a pas été introduit en Bourse, mais contrôle deux sociétés holdings qui sont, elles, cotées : Asea en Suède et Brown Boveri en Suisse. Dans un marché de capitaux véritablement intégré, de tels mécanismes seraient redondants.

Un avantage compétitif

En tout état de cause, les sociétés mondiales cherchent à transformer leurs structures locales de gouvernement d'entreprise en avantage compétitif. Cette stratégie est riche d'enseignements sur les modes de régulation en Europe continentale.

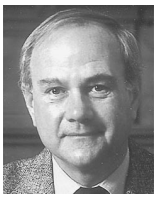
Par tradition, la propriété du capital est relativement peu réglementée sur le continent : les entreprises mondiales d'origine européenne ont ainsi bénéficié d'un avantage compétitif important par rapport aux sociétés soumises à de fortes règlementations, notamment sur les marchés anglo-américains.

Le capital des entreprises allemandes, par exemple, est caractérisé par une structure pyramidale qui leur permet de contrôler un volume d'activités sans commune mesure avec les investissements en capitaux réalisés. Sur le plan financier, ce mode de contrôle leur procure un effet de levier considérable, dont leurs concurrentes anglo-américaines sont privées. Dans ce domaine, tout changement de règlementation qui serait imposé par Bruxelles aurait un effet négatif sur la compétitivité de beaucoup d'entreprises européennes.

La prochaine décennie verra sans doute des innovations majeures en ce qui concerne les structures de propriété du capital des grandes entreprises et les modalités de répartition du risque. De nombreuses sociétés mondiales, déjà contraintes de séparer clairement leurs activités sous la pression des marchés, devront se doter de structures de capital plus ouvertes et plus transparentes au niveau mondial. ●

Résumé

La crise qui a frappé l'Asie du Sud-Est à la fin de de 1997 met en évidence la puissance des marchés financiers mondiaux, dont l'importance est appelée à croître encore, compte tenu de l'augmentation constante des transferts de capitaux réalisés par les grandes entreprises mondiales et des progrès des communications, qui permettent d'effectuer les transactions plus rapidement. Dans cet article, Rory Knight dresse un état des lieux des marchés de capitaux mondiaux et analyse les avantages et les inconvénients respectifs de diverses stratégies financières. Il affirme notamment que la vogue actuelle des produits dérivés, utilisés comme outils de couverture contre le risque de change, ne se justifie pas et plaide pour de nouvelles structures du capital dans les entreprises mondialisées.



Dennis E. Logue

Dennis E. Logue est professeur de gestion à l'Amos Tuck School of Business Administration du Dartmouth College. Il a dirigé la publication de la troisième édition du « Handbook of Modern Finance », et a écrit en collaboration avec Jack Rader « Managing Pension Plans », publié en 1997.

Gérer le risque de change dans un monde volatil

Quels sont les risques auxquels sont exposées les entreprises dans une économie mondialisée, quels sont les outils de couverture et comment déterminer le niveau optimal de couverture sont les questions qui se posent aux managers confrontés au risque de change.

DENNIS E. LOGUE

Rien n'est pire pour un manager que de voir les bénéfices d'une transaction réduits à néant en raison d'une forte variation du cours d'une devise étrangère. Du fait de la volatilité des taux de change et de l'accroissement des échanges commerciaux et des investissements internationaux, la valeur des flux en devises d'une entreprise est beaucoup moins stable que par le passé en l'absence de couverture.

Même des entreprises purement nationales peuvent avoir à pâtir des fluctuations monétaires. Les hôtels américains d'Hawaii, par exemple, ont enregistré une forte baisse du tourisme japonais quand le cours du dollar est passé en un peu plus d'un an de 90 yens à 120 yens.

Pour faire face au risque de change, un nombre sans cesse croissant d'entreprises mettent en place des stratégies de couverture. Dans le cadre d'une étude récente menée par la Wharton School de l'université de Pennsylvanie, environ 40 % des sociétés interrogées ont déclaré avoir une politique de couverture. Une majorité d'entreprises n'y ont donc pas recours, pour des raisons qui tiennent très vraisemblablement au coût des opérations de couverture et au fait que ces sociétés disposent de mécanismes de protection intégrés.

En outre, les entreprises qui mettent en place des opérations de couverture ne couvrent pas leur risque à 100 % : dans le cadre de l'analyse coûts-avantages d'une opération de couverture, elles décident délibérément de prendre en charge une part de risque.

Malgré ses coûts, une stratégie de couverture appropriée peut aider les dirigeants d'une entreprise et les investisseurs à mieux prévoir l'évolution de leurs flux de liquidités, et donc à planifier l'avenir de manière plus sûre.

Quels sont les risques ?

Les marchés des changes peuvent être tout à fait redoutables. Des écarts mensuels de 15 % à 20 %, voire plus, sont monnaie courante ; aucun directeur financier ne peut y résister sans l'aide d'un antalgique puissant. De fait, cette volatilité et ses effets négatifs sur les échanges sont très largement à l'origine de la création de la monnaie unique européenne.

Il existe trois types de risque de change :

- le risque de transaction ;
- le risque de traduction, ou risque comptable ;
- le risque économique, ou risque d'exploitation.

● **Le risque de change de transaction** est celui qui affecte une entreprise ayant des créances ou des dettes en devises à la suite d'une transaction avec une société d'un autre pays. Si le vendeur est en position de force ou si l'acheteur se montre accommodant, la devise de facturation sera celle du vendeur − ce qui supprime le risque de change pour le vendeur, mais pas pour l'acheteur.

Inversement, si c'est l'acheteur qui est en position de force, le risque de change sera supporté par le vendeur. Si le cours de la devise de facturation varie, soit le vendeur encaissera un montant inférieur, soit l'acheteur déboursera dans sa monnaie nationale un montant supérieur au prix prévu initialement. Pour le vendeur, ce risque de transaction vient s'ajouter au risque de crédit lié à une éventuelle défaillance de l'acheteur.

Pour illustrer le risque de transaction, prenons l'exemple d'une société A (américaine) qui vend du matériel à une société B (britannique) pour un montant de 100.000 livres, le taux de change étant au moment de la signature du contrat de 1,60 dollar pour 1 livre. La société A enregistre alors dans ses comptes une créance de 160.000 dollars. Si le taux de change tombe à 1,50 dollar pour 1 livre sterling à la date de règlement, la société A enregistre en comptabilité un encaissement de 150.000 dollars et une perte de 10.000 dollars.

● **Le risque de change de traduction** résulte de la conversion des états financiers des filiales étrangères, établis en devises, dans la monnaie nationale (de référence). Dans le cas des entreprises américaines, l'instruction n° 52 de la réglementation FASB (Financial Accounting Standards Board) impose l'adoption d'une monnaie dite fonctionnelle pour la tenue des livres comptables locaux. Pour les filiales implantées dans des pays à faible inflation, la monnaie fonctionnelle est généralement la monnaie locale, et les états financiers sont convertis en dollars par la méthode dite de la valeur courante, ou « current method ». (Tous les postes de l'actif circulant et du passif exigible à court terme sont convertis dans la monnaie de référence nationale aux taux de change courants ; les immobilisations et les éléments de passif à long terme sont convertis aux taux historiques.)

Dans le cas des filiales implantées dans des pays dont la monnaie est instable, les résultats financiers sont convertis de la monnaie locale dans la monnaie fonctionnelle (choisie pour des raisons de commodité) selon la méthode temporelle, puis en dollars par la méthode de la valeur courante. (La méthode temporelle traduit les éléments monétaires au taux de change courant et les éléments non monétaires au taux historique ; les stocks peuvent néanmoins être convertis au taux courant si leur valeur comptable reflète leur valeur réelle.)

Ainsi, et sans entrer dans le détail de la technique comptable, lorsque l'actif n'est pas égal au passif augmenté du profit net, l'écart entre les deux prend la forme d'un gain ou d'une perte de change. Et dans la mesure où les entreprises ne couvrent pas leur risque en totalité, une détérioration du taux de change se traduit en général par une perte.

Bien que les effets du risque de traduction sur les flux en devises soient déjà largement pris en compte au titre du risque de transaction (c'est le cas notamment des créances sur l'étranger), certains dirigeants veulent malgré tout s'en prémunir totalement − soit parce que leur rémunération est affectée par les ajustements des postes du bilan comptable,

Quels outils de couverture employer ?

Pour décider des outils de couverture à utiliser, il faut d'abord bien savoir qu'il existe deux marchés des changes pour la plupart des grandes devises internationales : le marché au comptant et le marché à terme.

Sur le marché au comptant, une devise est échangée contre une autre ; le prix fixé pour la transaction est le cours du jour, et le règlement s'effectue dans un délai de deux jours, qui correspond à la période de compensation habituelle − même si l'exécution peut aussi être immédiate.

Sur le marché à terme, une transaction est conclue à une certaine date, mais la livraison intervient à une date ultérieure fixée d'un commun accord − à trente ou à soixante jours, par exemple, ce délai pouvant parfois atteindre deux ans ou plus. L'argent change de mains uniquement à l'échéance du contrat.

Si une entreprise achète sur le marché à terme des devises qui doivent être livrées à une date ultérieure par une banque, celle-ci va s'assurer que l'entreprise remplit les conditions requises pour bénéficier d'une ligne de crédit égale au montant de la transaction ; dans certains cas, la banque pourra même être amenée à réduire une ligne de crédit existante du montant de la transaction à terme, en vue de limiter son propre risque de crédit.

Les moyens employés par une entreprise pour se couvrir contre le risque de change dépendent de la nature des risques auxquels elle est exposée. Il est assez simple de se couvrir contre le risque de transaction en faisant appel aux marchés financiers et/ou aux produits dérivés − contrats à terme, contrats de futures (qui s'apparentent à des contrats à terme à ceci près que le montant et les conditions de la transaction sont standard et que la livraison peut intervenir tout au long de la durée de vie du contrat) ou swaps de devises (similaires à des séries de contrats de change à terme).

Pour illustrer l'utilisation des produits dérivés, prenons le cas d'une société qui attend une rentrée importante en devises dans trente jours. Elle achète un contrat à terme pour être sûre de disposer à cette date d'un montant fixe en monnaie nationale. Elle n'est plus confrontée alors qu'aux risques de crédit, c'est-à-dire au risque de défaillance de la banque sur le contrat à terme et au risque de retards de paiement de la part de son débiteur. Si cette société attend une série de paiements en devises, elle peut conclure un contrat de swap.

Autre possibilité, la société peut couvrir son risque de transaction par l'intermédiaire des marchés financiers. Reprenons l'exemple d'une rentrée en devises à trente jours. La société peut emprunter dans cette devise un montant tel que le paiement escompté couvre à la fois le principal et les intérêts de son emprunt. La somme empruntée est immédiatement convertie dans la monnaie nationale au taux du comptant. A la réception du règlement, la société rembourse son emprunt.

Là encore, il subsiste un risque de crédit sur la créance étrangère. Le mécanisme est inversé lorsque la société n'est plus créancière, mais débitrice. En règle générale, les coûts de transaction liés à une opération de couverture sur le marché des produits dérivés ou sur le marché monétaire sont très proches.

Il est tout aussi simple de se couvrir contre le risque de change de traduction − pour autant que cela présente un intérêt pour l'entreprise. De nombreuses entreprises exposées au risque de traduction choisissent de l'ignorer parce qu'il pose un problème plus comptable que réel. En dehors des cas où les avoirs ou les emprunts en devises sont très importants, l'incidence sur les flux est négligeable. En outre, il se peut que les investissements financiers ou les immobilisations soient déjà couverts contre le risque de transaction.

En revanche, couvrir ses positions contre le risque économique peut être un exercice très difficile et coûteux, de sorte que la majorité des entreprises y renoncent, sachant que les investisseurs eux-mêmes ont les moyens de diversifier leurs avoirs pour s'en prémunir. Certaines entreprises essaient pourtant de se couvrir contre ce risque en prenant d'importantes positions de contrepartie sur les marchés des changes − de sorte que, en cas d'évolution défavorable du taux de change dans un pays donné, les pertes sont compensées par les flux en devises générés par les investissements réalisés dans d'autres pays − ou en investissant dans des actifs physiques à l'étranger.

C'est l'une des raisons pour lesquelles les constructeurs automobiles allemands et japonais ont implanté des unités de production aux Etats-Unis : ils se protègent ainsi contre le risque de voir le taux de change s'écarter largement et durablement de la parité de pouvoir d'achat.

soit parce qu'ils souhaitent préserver des ratios de bilan favorables à l'intention des institutions de crédit dont les prêts sont subordonnés à ces ratios.

● **Le risque de change économique ou opérationnel** correspond au risque pour une entreprise de voir ses opérations affectées par une évolution non anticipée des taux de change. Prenons le cas d'un constructeur automobile allemand dont tous les coûts sont engagés en Allemagne. Ce constructeur pourra facilement exporter des véhicules en Grande-Bretagne en réalisant un coquet bénéfice lorsque le taux de change est de 3 marks pour 1 livre. Ses coûts en Allemagne, exprimés en totalité en marks, pourront être inférieurs à ceux − exprimés en livres − d'un constructeur automobile britannique, et donc lui permettre d'être très compétitif. En revanche, si le taux de change s'élève à 2 marks pour 1 livre, le constructeur allemand pourra se voir obligé de sacrifier une partie de ses bénéfices pour maintenir un prix concurrentiel en livres.

Le risque économique peut aussi affecter un secteur d'activité purement national qui ne paraît pas a priori exposé au risque de change. Ainsi, lorsque le cours du dollar monte par rapport au franc français, les Américains risquent de préférer Paris à la Floride comme destination de vacances.

Qui doit se couvrir ?

Toutes les entreprises n'ont pas intérêt à mettre en œuvre une stratégie de couverture. Une opération de couverture implique des coûts, elle équivaut aussi à renoncer aux avantages potentiels liés à une évolution favorable des taux de change. Néanmoins, une telle politique s'impose pour les entreprises qui présentent les caractéristiques suivantes :

● **Les entreprises ayant de très fortes perspectives de croissance ou des programmes de recherche-développement très importants :** elles éviteront ainsi d'être dans l'incapacité de réaliser les investissements nécessaires du fait de problèmes de liquidités liés à des pertes de change.

● **Les entreprises fortement endettées :** en couvrant leur position, elles se prémunissent contre le risque de ne pas pouvoir honorer leurs obligations par suite de difficultés résultant de l'évolution des taux de change.

● **Les entreprises dont le taux d'imposition est fortement progressif :** pour ce type d'entreprises, la mise en place d'une stratégie de couverture permet de lisser les revenus sur plusieurs années et donc, en définitive, de payer moins d'impôts.

● **Les entreprises mal connues des investisseurs et des marchés financiers :** pour de nombreux analystes,

© Collection Viollet

Les concepts et les outils de gestion du risque continuent d'évoluer. Au vu des récents événements d'Asie et compte tenu de l'instabilité des économies des pays d'Europe centrale et de la Russie, il est probable que se produise une forte croissance de la gestion du risque de change.

Résumé

Sous l'effet des fluctuations de change, une affaire rentable peut du jour au lendemain connaître de lourdes pertes. A mesure que l'économie se mondialise, un nombre croissant d'entreprises sont exposées à ce risque de change dont Dennis Logue analyse les trois principales manifestations − sur le plan des transactions commerciales internationales, de la conversion des états financiers des filiales étrangères et des opérations quotidiennes des entreprises au niveau mondial. Il décrit les stratégies de couverture adaptées à chacun de ces types de risque : toutes les entreprises n'ont pas intérêt à mettre en place des stratégies de couverture ; c'est cependant un choix judicieux pour celles qui sont lourdement endettées ou qui ont de fortes opportunités de croissance. Il est par ailleurs intéressant pour les grandes entreprises de centraliser leurs activités de couverture, même si cette politique rend plus difficile l'appréciation des performances de leurs filiales.

La perspective managériale

Une fois tous les aspects techniques des opérations de couverture maîtrisés, il reste aux responsables financiers un certain nombre de questions à aborder pour mettre en place des mécanismes de contrôle appropriés et des systèmes fiables d'évaluation des performances. Leur tâche se complique encore lorsque l'entreprise décide de centraliser toutes les activités de change, ce qui est le cas de nombreuses sociétés mondiales.

La centralisation des opérations de couverture a pour effet de réduire les coûts de transaction, dans la mesure où elle permet à la société mère de prendre en compte les positions de change opposées de ses filiales. Si, par exemple, une filiale attend une rentrée en florins et qu'une autre doive faire face à une sortie en florins, il serait extrêmement coûteux pour chacune d'entre elles de couvrir sa position alors que le risque net pour la société mère est nul.

Bien que la centralisation de toutes les activités de couverture contre le risque de change se justifie d'un point de vue économique, elle a, par ailleurs, pour résultat de compliquer l'évaluation des performances. Prenons comme hypothèse que la société mère évalue les résultats de ses filiales dans sa monnaie nationale. Si le florin se déprécie par rapport à la monnaie nationale de la société mère, la filiale qui reçoit des paiements en florins va-t-elle se trouver pénalisée sous une forme ou sous une autre, ou la société mère fera-t-elle les ajustements nécessaires en tenant compte de l'évolution du taux de change ? Et qu'en est-il de la filiale qui effectue des paiements en florins ? Doit-elle être récompensée parce qu'elle a de la chance ?

Le risque économique pose un autre problème encore. La filiale implantée dans un pays dont la monnaie s'apprécie risque de voir ses exportations chuter et son chiffre d'affaires baisser, du fait de la hausse des importations. Le dirigeant de cette filiale pourra chercher à préserver ses bénéfices en ayant recours à des opérations de couverture, en empruntant en devises étrangères par exemple. Faut-il le priver de ces moyens d'action, du fait de la centralisation des activités de change ? Et si c'est le cas, sera-t-il pénalisé pour un recul des bénéfices imputable non à des erreurs de gestion, mais uniquement à une évolution défavorable du taux de change ? Ce dirigeant doit-il être comparé à d'autres dirigeants du groupe, ou faut-il comparer les résultats de la filiale affectée par l'évolution du taux de change à ceux d'entreprises similaires dans les pays concernés ? Si c'est la seconde option qui est retenue, est-ce que cela ne risque pas de déboucher sur des critères d'évaluation spécifiques pour chacune des filiales pays ? Comment la politique managériale doit-elle répondre à toutes ces questions ? Si les réponses à ces questions peuvent paraître claires, leur mise en œuvre dans la pratique est une tout autre affaire. La plupart des entreprises ne laissent que très peu d'autonomie à leurs directeurs de filiales en matière de couverture du risque de change. Et, dans le monde réel, il n'existe pas de « pratiques optimales » universellement reconnues. En fait, les entreprises font les choix qu'elles considèrent comme les mieux adaptés à leur situation spécifique.

sur un marché efficient les investisseurs peuvent eux-mêmes couvrir leurs positions et n'ont donc pas besoin que l'entreprise le fasse pour eux. Néanmoins, lorsque les dirigeants ont une connaissance beaucoup plus étendue des perspectives et des opportunités de croissance de l'entreprise que les marchés, il leur appartient de mettre en œuvre une politique de couverture du risque de change pour protéger les investisseurs.

Jusqu'où se couvrir ?

Une telle politique a pour but de réduire la volatilité potentielle des flux de liquidités, des bénéfices comptables ou de la valorisation d'une entreprise. Mais quel est le niveau optimal de couverture du risque ? Faut-il couvrir toutes les transactions ? Faut-il envisager l'éventail complet des possibilités lors de la mise en place des mécanismes de couverture contre le risque économique ?

De fait, très peu d'entreprises couvrent totalement leurs positions. En règle générale, plus les flux d'une entreprise sont importants pour sa croissance ou le remboursement de ses dettes, plus la proportion de risque couvert sera élevée.

Pour déterminer le niveau de couverture requis, il convient de procéder à de nombreuses analyses statistiques pour tenter d'évaluer la valeur exposée au risque (« value at risk », ou VaR). Il faut d'abord analyser statistiquement le niveau de probabilité des différentes pertes possibles, puis évaluer le degré de tolérance au risque de l'entreprise − en d'autres termes, le montant des pertes qu'elle est capable de supporter sans dysfonctionnement majeur − et, enfin, mettre en place une politique appropriée de couverture.

Certaines entreprises chercheront seulement à se protéger des risques les plus extrêmes. Si des pertes de l'ordre de 1.000 dollars ou plus sont envisageables, ces entreprises se couvriront uniquement contre des pertes effectives de 700 dollars ou plus.

SLM Holdings, par exemple, couvre à 100 % ses risques de change, car ses activités ne génèrent aucun bénéfice d'exploitation à l'étranger. L'entreprise emprunte dans de multiples devises étrangères, puis couvre en totalité son risque de change par des opérations de swap. Elle économise sur ses coûts d'emprunt en exploitant des anomalies au niveau des spreads de crédits internationaux.

Merck, à l'inverse, évalue systématiquement son exposition au risque de change, mesure son niveau de risque et son degré de tolérance, et met en place des opérations de couverture partielle ; son niveau de couverture varie en fonction de la conjoncture et de ses prévisions, elle n'est pas automatique.

La gestion du risque a pris une très grande importance ces dernières années du fait de l'explosion des échanges et des investissements internationaux. Le développement des produits dérivés explique en grande partie l'accroissement du volume des opérations de couverture à l'échelle mondiale : ce sont en effet des outils de gestion du risque relativement simples et peu coûteux.

Les concepts et les outils de gestion du risque vont continuer d'évoluer. Seuls l'adoption au niveau mondial d'un système fixe de parités ou, comme c'est le cas en Europe, l'avènement d'une monnaie unique pourraient entraîner un ralentissement de la demande dans ce domaine. Mais, au vu des événements récents d'Amérique latine et d'Asie, et compte tenu de l'instabilité des économies des pays d'Europe centrale et de la Russie, on peut miser sur une forte croissance de la demande d'outils et de méthodes de gestion du risque de change. ●

Transparence et qualité des états financiers

La création d'un marché européen des actions risque d'imposer l'harmonisation que les directives européennes n'ont pu faire. A l'aide des normes IAS ?

MARY KEEGAN ET CLAUDE LOPATER

Même si les entreprises françaises ne se sentent pas toutes concernées par les normes comptables internationales de l'IASC, elles seront tenues de les appliquer en grande partie dans les deux prochaines années.

En effet, pour toutes les sociétés (cotées ou non), la nouvelle méthodologie relative aux comptes consolidés devrait entrer en vigueur dès les comptes 2000 avec une possibilité d'application anticipée pour les comptes 1999. Or ces nouvelles règles seront largement inspirées des normes IAS, notamment en ce qui concerne l'information (résultat par action et tableau de flux de trésorerie obligatoires, approche bilantielle des impôts différés, prise en compte des entités ad hoc, information sectorielle jusqu'à résultat d'exploitation). Toutefois, elles éviteront soigneusement de reprendre les positions pour lesquelles la France a « voté contre » au « board » de l'IASC ou bien tout simplement jugées trop strictes (maintien des parts de marché comme incorporelles, aucune obligation d'amortir les incorporelles en dehors du goodwill, provision pour restructuration pouvant concerner la société acquéreur, « pooling of interests » autorisé dans des conditions plus souples en contrepartie de l'abandon de l'imputation du goodwill sur les capitaux propres).

En outre, pour les sociétés cotées, un choix va désormais s'offrir à elles : appliquer cette nouvelle méthodologie (règles françaises) ou bien opter pour des comptes consolidés en normes IAS ou en US GAAP en utilisant la nouvelle possibilité offerte par l'article 6 de la loi du 6 avril 1998, qui permet de substituer aux règles françaises des référentiels internationaux.

Notre propos ci-après n'est pas d'exposer toutes les stratégies possibles des sociétés françaises, mais plutôt, s'agissant de « L'Art de l'Entreprise globale », d'extrapoler le problème de l'utilisation des règles locales ou internationales à l'échelon européen, voire mondial.

Ainsi, les exceptions aux normes IAS retenues par la France dans la nouvelle méthodologie pourraient très bien s'avérer appropriées à court terme. En revanche, à plus long terme, nous serons peut-être amenés à trouver une véritable harmonisation internationale.

Le marché européen

La création d'un grand marché européen des actions, qui représente plus d'investissements extérieurs et de bénéfices commerciaux que n'importe quel autre bloc économique au monde, est en marche. Comment alors envisager que des entreprises concurrentes, désireuses de lever des capitaux sur ce marché, ne seraient pas tenues de se conformer à des règles identiques ? Peut-on, sans créer une distorsion de concurrence, laisser à certaines entreprises la possibilité de déduire des goodwills de leurs fonds propres, alors que d'autres sont obligées de les amortir ? De même, est-il justifié que certaines entreprises soient tenues de publier des états financiers comprenant des annexes détaillées, notamment en matière d'information sectorielle, alors que d'autres ne sont pas soumises aux mêmes contraintes ? Ces distorsions seront d'autant plus apparentes et moins justifiées quand on sait que ces entreprises présenteront leurs états financiers dans une même devise, l'euro.

En outre, les investisseurs exigeront de pouvoir dialoguer directement avec les entreprises grâce aux nouveaux moyens de communication tels que le réseau Internet. L'utilisateur de demain ne voudra pas devoir connaître les différentes législations nationales, car une grande partie de l'information ne sera pas « domiciliée ».

Lorsque fournisseurs et utilisateurs de l'information étaient situés dans le même pays, il était logique de définir les règles comptables au niveau national. Dans le cadre d'un marché européen des actions, la plupart de ceux qui publient des données économiques devront se

© photo AFP

Le marché européen risque d'imposer une harmonisation des normes que les directives de la Commission européenne (notre photo) n'ont pas pu réaliser. Les fondements des directives de Bruxelles sont basés sur le principe de la protection des intérêts des créanciers, alors que l'environnement économique a changé et demande aujourd'hui aux entreprises de produire une information financière.

conformer à des critères reconnus sur le plan international. Dans le cas contraire, ils en subiront les conséquences, c'est-à-dire qu'ils ne seront plus considérés comme des intervenants crédibles sur ce marché.

Ce que le pouvoir politique à travers la Commission européenne n'a pu mettre en place par les directives européennes risque dès lors d'être simplement imposé par le marché. En effet, les fondements des directives sont basés sur le principe de la protection des intérêts des créanciers, alors que l'environnement économique a changé et demande en outre aux entreprises de produire une information financière qui permette aux investisseurs d'avoir une vision des profits futurs et de leur apporter la confiance qui va de pair avec la réussite d'une place financière.

C'est pourquoi, actuellement, les droits nationaux européens, qui ont intégré les dispositions des directives des années 70, constituent, dans une certaine mesure, plus une entrave qu'une aide à l'harmonisation internationale.

IAS ou US GAAP ?

Quel pourrait donc être ce référentiel comptable international reconnu par les marchés de capitaux, et offrant aux investisseurs la transparence nécessaire pour permettre la comparabilité des états financiers ? On parle généralement de deux référentiels comptables internationaux, les normes américaines (US GAAP) et les normes IAS (International Accounting Standards Committee).

Le seul référentiel comptable international, au sens propre du mot, qui existe à ce jour est celui qui a été développé par l'IASC. Avec au total quatre-vingts pays représentés au board de l'IASC, on peut dire que l'IASC associe le monde entier au processus d'élaboration des normes IAS. En outre, les normes IAS sont autonomes et distinctes de tout système national. Dans le monde entier, les organismes de normalisation et la profession comptable étudient les normes de l'IASC et importent progressivement cette « nouvelle pensée » dans leurs règles comptables nationales. Tel est le cas également de la France (voir ci-avant). C'est aussi le seul des deux référentiels dits « internationaux » qui permet la prise en compte des points de vue européens lors de la conception de ses normes. En effet, les Européens ont six sièges avec droit de vote au board de l'IASC, et la Commission européenne est membre observateur du board de l'IASC et de son conseil consultatif.

Mais il faut bien reconnaître que les normes américaines sont acceptées et reconnues par l'ensemble des places boursières de la planète pour plusieurs raisons : tout d'abord, de par sa taille, le marché américain a une puissance incontestable, d'autre part, c'est aux Etats-Unis qu'on trouve les fonds de pension et les entreprises d'assurances les plus importants au monde.

Néanmoins, si on met de côté les considérations de la SEC − Securities and Exchange Commission − (voir ci-après), peut-on dire que les normes IAS seraient un bon corps de normes pour les besoins d'un marché européen des actions ? La réponse est oui ! Les normes IAS publiées à ce jour traitent tous les problèmes de technique comptable que nous connaissons aujourd'hui, à l'exception des instruments financiers, mais ce type d'instruments est actuellement un problème pour tous les normalisateurs de la planète. Si l'on applique les normes IAS correctement et dans leur intégralité, elles permettent d'obtenir la transparence recherchée par les investisseurs. C'est d'ailleurs pour cette raison que les normes IAS sont reconnues presque partout dans le monde.

Certains reprochent toutefois aux normes IAS d'être moins favorables que les normes américaines pour les entreprises ayant une stratégie de croissance externe par des opérations de fusion et acquisition, du fait notamment de critères plus restrictifs pour l'application du pooling of interests ou à cause d'une durée d'amortissement de l'écart d'acquisition limité à vingt ans au lieu de quarante. A notre avis, une entreprise qui baserait sa décision sur ces différences « favorables » et opterait pour les normes américaines ferait le choix d'une stratégie à court terme. En effet, le FASB (Financial Accounting Standards Board) a entrepris une révision des règles applicables aux acquisitions d'entreprises dans l'optique de se rapprocher des méthodes préconisées par l'IASC, et le nouveau directeur technique de la SEC a d'ailleurs reconnu publiquement que, sur ce point, les normes IAS étaient meilleures que les règles américaines.

Reste le cas d'un peu plus de 1.000 entreprises étrangères cotées sur le marché américain et de quelques autres qui appliquent les US GAAP pour avoir une image internationale ou bien encore dans une stratégie de développement externe par rachat d'entreprises américaines. En fait, ces entreprises nesont pas tenues d'appliquer directement les US GAAP. Elles peuvent donc très bien, et c'est souvent la meilleure solution, présenter un tableau de rapprochement avec les US GAAP, à partir de leurs règles locales (...) ou des normes IAS si celles-ci sont correctement appliquées.

Quel futur ?

Aujourd'hui, l'IASC a pratiquement achevé le programme de travail qui fait l'objet de l'accord passé avec l'OICV en 1995. Le seul point d'interrogation qui subsiste maintenant est de connaître la décision des membres de l'OICV (organisation internationale des commissions de valeurs) concernant la reconnaissance des normes internationales sur l'ensemble des places boursières de la planète. L'OICV ne pourra donner son accord que s'il existe un agrément unanime de l'ensemble de ses membres. Comme le Canada et le Japon, qui ne reconnaissent pas actuellement les normes IAS, pourraient bien suivre l'exemple des Etats-Unis, il reste donc à savoir ce que fera la SEC au sein de l'OICV.

Il s'agit là d'un problème très délicat pour la SEC. En effet, il y a 13.000 sociétés cotées sur le marché américain qui ont l'obligation d'appliquer les US GAAP et seulement un peu plus de 1.000 sociétés étrangères cotées sur ce marché. Ainsi, ce que le monde demande à la SEC serait donc de changer ses règles pour le petit pourcentage de sociétés étrangères qui sont cotées sur le marché américain. Quelle pourrait alors être la position de la SEC face à l'ensemble des sociétés américaines, qui, elles, sont contraintes de suivre les règles des US GAAP ? En disant cela, on pourrait sans doute croire qu'il n'y a aucun espoir de voir un jour les normes IAS acceptées par la SEC. Et pourtant nous savons que ces membres de la SEC travaillent actuellement beaucoup pour être prêts, le moment venu, pour présenter leur contribution au sein de l'OICV. La SEC a d'ailleurs publiquement défini les critères sur lesquels elle baserait son opinion sur les normes IAS : les normes doivent comprendre un ensemble complet de règles comptables, être de grande qualité et être interprétées et appliquées de manière rigoureuse.

Il nous faudra sans doute faire preuve de patience en attendant que les Américains trouvent une solution à leur problème au niveau national. Mais il n'est pas sûr que nous ayons à patienter pendant trop longtemps.

Entre-temps, il semble qu'il existe une tâche pour laquelle les entreprises et les auditeurs peuvent conjuguer leurs efforts pour influencer positivement la SEC pendant ce processus de réflexion. Ainsi, quand les entreprises préparent leurs états financiers en normes IAS et quand les auditeurs contrôlent ces mêmes états financiers, nous devons faire ces travaux en ayant comme objectif de démontrer que les normes IAS sont un référentiel comptable valable qui permet de produire des états financiers de grande qualité et qui donnent cette information transparente exigée par les marchés financiers à travers le monde.●

Résumé

Même si les entreprises françaises ne se sentent pas toutes concernées par les normes IAS, elles seront tenues de les appliquer dans leurs comptes consolidés dans les deux prochaines années : soit de façon obligatoire (en grande partie), par le biais des futures règles françaises de consolidation, soit sur option (en totalité), par le biais de la nouvelle possibilité offerte par la loi (article 6). Dans le cadre d'un marché européen où les entreprises présenteront en outre leurs états financiers dans une même devise (l'euro), les investisseurs exigeront une information sans différences nationales, celle-ci n'étant par exemple plus « domiciliée » sur Internet. Le fait que les US GAAP soient acceptées et reconnues par l'ensemble des places boursières n'empêche pas d'affirmer que les normes IAS seraient un bon corps de normes pour les besoins d'un marché européen − y compris pour les 1.000 entreprises étrangères cotées sur le marché américain. Reste à connaître la position de la SEC concernant la reconnaissance des normes IAS. En attendant, démontrons à celle-ci que les normes IAS, bien appliquées, permettent de produire des états financiers de grande qualité en donnant la transparence exigée par les marchés financiers à travers le monde.

Mary Keegan

Mary Keegan est associée head of global coporate reporting group chez PricewaterhouseCoopers. Elle est également membre du Standing Interpretations Committee (SIC) de l'IASC (Comité d'interprétations des normes IAS).

Claude Lopater

Claude Lopater, associé chez PricewaterhouseCoopers, responsable technique, est coauteur de nombreuses publications de référence rédigées par PricewaterhouseCoopers, comme le « Mémento comptable Francis Lefebvre », « Comptes consolidés », « IASC », « Communication et information financière », « L'Euro », etc.

Assureurs : la couverture du risque politique aussi

Les sociétés d'assurances et de réassurances privées s'intéressent de plus en plus à la couverture du risque politique. Un secteur traditionnellement du ressort des pouvoirs publics.

Malcolm Stephens

Malcolm Stephens siège au conseil d'administration de l'Association des grands projets (Major Projects Association) du Templeton College, à l'université d'Oxford. Il a exercé les fonctions de secrétaire général de l'Union de Berne (International Union of Credit and Investment Insurers) jusqu'à la fin de février 1998. Il avait auparavant dirigé le Département de garantie des crédits à l'exportation en Grande-Bretagne, ainsi que la Chambre de commerce et d'industrie de Londres et le service financement des exportations de la Barclays Bank.

MALCOLM STEPHENS

Si les années 80 ont été marquées au niveau international par des crises de surendettement, il semblait jusqu'à une date récente que les années 90 verraient quant à elles la disparition du risque politique. Cette vision optimiste des choses était due à un certain nombre d'évolutions : la libéralisation des économies sous les auspices des institutions financières internationales, l'extension des privatisations à un nombre croissant de pays et le désenchantement suscité par les mécanismes de garantie contre le « risque souverain » à la fois dans les pays d'origine et dans les pays d'accueil (désenchantement qui a conduit à la mise en place de différents mécanismes de financement de projets). Autre motif d'optimisme : les seuls risques politiques « réels » rencontrés dans le passé semblaient se limiter à l'expropriation et à la nationalisation.

Ces tendances ont été accentuées par la croissance rapide de certaines économies, et par les opportunités ainsi offertes aux prêteurs et aux investisseurs, et par l'accroissement formidable du volume des capitaux en quête d'une rentabilité élevée que seuls les « marchés émergents » étaient à même d'offrir.

L'amnésie qui semble frapper la communauté financière à intervalles réguliers a sans aucun doute joué un rôle important, comme l'atteste le recours fréquent à une formule dangereuse s'il en est : « Cette fois, c'est différent. » Les événements récents d'Asie du Sud-Est ont ébranlé ces belles certitudes et démontré peut-être que si le risque politique a évolué, il n'a aucunement disparu.

La pensée traditionnelle

Il n'est sans doute pas exagéré de dire que les risques politiques − et plus particulièrement ceux qui sont liés à des investissements à moyen et à long terme − étaient traditionnellement considérés comme du ressort de l'Etat et du secteur public plutôt que des assureurs du secteur privé et, plus particulièrement, des sociétés de réassurances.

C'est ainsi que l'on a vu se développer au cours des cinquante dernières années les agences d'assurance-crédit et de garantie des investissements, qui sont soit des administrations, soit des organismes publics ou parapublics opérant pour le compte de l'Etat. Dans ce contexte, il est facile de comprendre que la concurrence du secteur privé soit restée très limitée au cours des trente ou quarante dernières années.

Cependant, ce secteur d'activité connaît aujourd'hui de profonds changements. Le secteur privé, qui regroupe investisseurs et fournisseurs de capitaux, d'une part, et sociétés privées d'assurance-réassurance, d'autre part, est de plus en plus disposé à prendre en charge le risque politique sans rechercher nécessairement le soutien des sociétés d'assurance-crédit ou des Etats.

La question n'est pas tant de savoir pourquoi le secteur privé semble aujourd'hui disposé à assurer le risque politique que de comprendre pourquoi il lui fallu si longtemps pour se décider.

Les évolutions récentes

Le domaine des crédits à l'exportation et du financement de projets n'a jamais cessé de se transformer. Mais ces évolutions ont été particulièrement rapides et marquées ces dernières années. Trois facteurs méritent une attention particulière.

● **La crise du surendettement**

De nombreuses sociétés d'assurance-crédit − comme beaucoup de banques − ont subi les effets des différentes crises internationales liées au surendettement dans les années 80. Elles ont dû, en d'autres termes, effectuer pendant plusieurs années des règlements d'un montant supérieur aux primes encaissées et ont pour la plupart accumulé des déficits − au moins en ce qui concerne leurs activités de crédit à moyen et à long terme.

En outre, une tendance s'est développée ces dernières années qui a conduit à l'annulation de certaines dettes. C'est l'une des raisons pour lesquelles le recouvrement d'une partie des créances détenues par les sociétés d'assurance-crédit est devenu difficile, voire impossible. D'où une dégradation de la situation financière et du bilan de ces organismes. La plupart d'entre eux ont dû, en liaison avec leurs autorités de tutelle, redéfinir le taux de leurs primes d'assurance ainsi que le plafond de leurs crédits à l'exportation.

● **Un effort international de discipline**

Depuis quelque temps déjà, tous les pays exportateurs conviennent qu'il est préférable, notamment pour leurs contribuables, d'éviter toute surenchère au niveau des conditions de garantie des investissements ou de financement des crédits à l'exportation.

Une tendance générale s'est ainsi manifestée − principalement au sein de l'Organisation pour la coordination et le développement économiques, dans le cadre du consensus OCDE − pour évoluer vers une suppression des bonifications de taux d'intérêt. L'écart entre les taux fixes des crédits à l'exportation d'une durée supérieure à deux ans et les taux du marché a été progressivement réduit, et cette tendance se poursuit.

Cependant, il était alors tentant avec la disparition progressive des aides globales d'introduire des subventions sélectives, principalement en mêlant aides et crédits à l'exportation sous forme de « crédits mixtes ». Mais ces crédits sont à leur tour soumis à une discipline de plus en plus stricte et assujettis à des règles de notification préalable, de reporting et de contrôle, dans les pays membres de l'OCDE. Ces mécanismes deviennent donc plus coûteux pour les pays exportateurs.

On s'est aperçu, par ailleurs, que les taux des primes sur les crédits à moyen et à long terme proposés par les entreprises d'assurance-crédit variaient très sensiblement d'un pays à l'autre. Ces écarts créent un effet de « distorsion » dans les conditions de concurrence.

Même si ces évolutions ont peu de chances d'aboutir à une « harmonisation » totale, un consensus s'est dégagé au sein de l'OCDE autour de taux minimaux, ou taux planchers. D'ici peu, les taux pratiqués par les sociétés d'assurance-crédit devraient être beaucoup plus proches.

● **La concurrence**

Auparavant, chaque entreprise d'assurance-crédit était liée à un pays particulier, et la concurrence s'exerçait entre les pays. Or, notamment dans le domaine des crédits à court terme, le rôle des pouvoirs publics est aujourd'hui en cours de réappréciation dans de nombreux pays, et ce mouvement est à l'origine d'une concurrence accrue entre assureurs. Contrairement à une opinion couramment admise, ce phénomène n'est pas limité à la Grande-Bretagne en particulier ou à l'Union européenne en général. Il s'étend bien au-delà.

Or ce mouvement aura, en particulier pour les crédits à l'exportation à moyen et à long terme et pour les conditions de garantie des investissements, des conséquences importantes dont la portée exacte reste à évaluer.

Le secteur privé (sociétés d'assurance et de réassurance confondues) s'intéresse de plus en plus aujourd'hui à la couverture du risque politique et du risque de projet. Ce nouvel intérêt, combiné au dynamisme croissant des banques sur ce terrain − en particulier sur les marchés de capitaux −, signifie que les entreprises d'assurance-crédit ne sont plus seules en lice.

Et l'avenir ?

Comme nous l'avons déjà noté, le risque politique était jusqu'ici jugé « trop imprévisible » pour pouvoir être pris en charge par le secteur privé. Mais est-il réellement plus imprévisible qu'un séisme, un ouragan, un raz-de-marée ou un crash aérien au-dessus de New York ? De fait, nombre de risques politiques sont plutôt plus prévisibles que de telles catastrophes.

Que le secteur privé de l'assurance soit aujourd'hui disposé à s'intéresser à ce type de risque constitue certes une évolution considérable. Mais le changement majeur tient à la nouvelle attitude des réassureurs, qui ont aujourd'hui la volonté et les capacités nécessaires pour couvrir ce type de risque. Il devient alors possible de fractionner des transactions ou des sinistres majeurs pour répartir le risque entre un grand nombre de souscripteurs, qu'ils soient assureurs ou réassureurs. Si cette analyse est juste, le changement auquel nous assistons aujourd'hui marque un tournant décisif dans la prise en charge du risque politique.

Pourtant, selon une opinion largement répandue, le secteur privé sera tenté de se désengager aux premiers règlements de sinistres entraînés par la réalisation du risque politique.

Mais c'est là méconnaître la nature même de l'assurance et sous-estimer le sens des affaires des opérateurs du secteur privé. Les assureurs et les réassureurs savent bien que, lorsqu'une activité ne donne lieu à aucune demande de règlement, elle se trouve exposée à un double risque : celui de voir la concurrence proposer des tarifs inférieurs ou, ce qui est plus grave encore, de voir les assurés s'engager dans un processus d'« autoassurance », autrement dit cesser de faire appel à leurs services. Les assureurs et les réassureurs entendent donc bien procéder au règlement des sinistres − ce qui est partie intégrante du métier de l'assurance −, l'essentiel étant que le montant des remboursements n'excède pas celui des primes encaissées.

Par ailleurs, et jusqu'aux événements récents d'Asie du Sud-Est, les marchés de capitaux apparaissaient comme un moyen de financer des projets d'envergure par le biais d'emprunts obligataires sans devoir recourir à aucun des mécanismes de garantie proposés par les sociétés d'assurance-crédit. Il s'agit là bien entendu d'une forme particulière d'autoassurance, mais le fait que sur les marchés obligataires autant d'opéra-

L'Art de l'Entreprise Globale

Si vous souhaitez recevoir la collection complète de l'Art de l'Entreprise Globale (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 vendredi, le numéro suivant et ce jusqu'au numéro 12.

Tarif : 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 : 4 décembre 1998 -

© Robert Sullivan/AFP

L'ouragan Georges a dévasté une partie de la Floride en septembre dernier (ici à Big Pine Key). Le risque politique était jusqu'ici jugé « trop imprévisible » pour intéresser les assureurs privés. En réalité, est-il vraiment plus imprévisible qu'une catastrophe naturelle ?

teurs n'hésitent plus à avancer des fonds sur les marchés émergents a nécessairement des conséquences sur la position des assureurs, publics et privés, spécialisés dans le risque politique.

Admettons que nous soyons entrés dans une période nouvelle : le chiffre d'affaires réalisé par les sociétés d'assurance-crédit commence à décliner, du fait de l'arrivée de nouveaux intervenants prêts à financer ou à investir dans des projets sans chercher de garantie d'aucune sorte ou en s'adressant de plus en plus aux assurances privées. Si cette hypothèse se vérifie, il en résultera inévitablement une érosion de la capacité des sociétés d'assurance-crédit à fournir − le jour où cela s'avérera nécessaire − les garanties d'investissement et les financements requis.

En d'autres termes, il est totalement irréaliste de penser que les structures actuelles des sociétés d'assurance-crédit pourraient être miraculeusement préservées en l'état alors même que l'activité de financement de projets serait faible, voire inexistante. De même, il n'est pas raisonnable de penser que ces structures pourraient être réactivées d'un coup de baguette magique si la situation venait à changer.

Autre question cruciale : que se passera-t-il en cas de problème ? Il est inévitable non seulement que certains projets rencontrent des difficultés, mais aussi que certains pays se trouvent à court de devises étrangères. Selon les arguments les plus récents de la pensée traditionnelle, les solutions du passé (en particulier, les rééchelonnements de dettes négociés dans le cadre du Club de Paris et du Club de Londres) ne seront plus nécessaires dans la mesure où les ajustements nécessaires seront supportés par les taux de change.

Mais cette vision des choses est-elle bien réaliste, surtout s'agissant de projets de développement d'infrastructures ?

Prenons comme exemple la réalisation d'un projet de distribution d'eau, en supposant que l'eau n'était pas facturée précédemment ou, qu'elle l'était à un coût inférieur à son prix de revient. On sait en outre que ce type de projets génère peu de devises. Si le pays concerné rencontre des problèmes de change et que le cours de sa monnaie se déprécie fortement, il devra alors procéder à des hausses de tarif de l'eau importantes pour pouvoir se procurer les devises nécessaires au remboursement des créanciers et des investisseurs étrangers.

On ne saurait sous-estimer les risques politiques et les difficultés liées à ce type de situation. Il est donc très important de prévoir dans le montage initial que, en cas de défaut de paiement ou de pénurie de devises, tous les participants au financement du projet seront appelés à en supporter ensemble les conséquences.

Il serait tout à fait irréaliste et dangereux de la part des bailleurs de fonds de considérer qu'ils sont en droit d'occuper un rang « privilégié » dans la liste des créanciers au motif que des incidents de paiement à leur endroit provoqueraient le « chaos sur les marchés des capitaux ». Une telle attitude s'apparente à une forme de chantage, qui n'aura probablement guère d'effet dans la mesure où tous les créanciers, quels qu'ils soient, exigeront vraisemblablement d'être traités de la même façon. ●

Résumé

Les événements récents d'Asie du Sud-Est sont venus contredire une idée de plus en plus largement admise, à savoir que le risque politique appartient désormais au passé. Les risques politiques ont sans doute changé, mais ils n'ont pas disparu. Et la distinction traditionnelle entre « risques politiques » et « risques commerciaux » est de moins en moins pertinente. Selon Malcolm Stephens, ces évolutions sont source de difficultés pour tous les partenaires impliqués dans une transaction, y compris les institutions financières internationales.

Conclusion

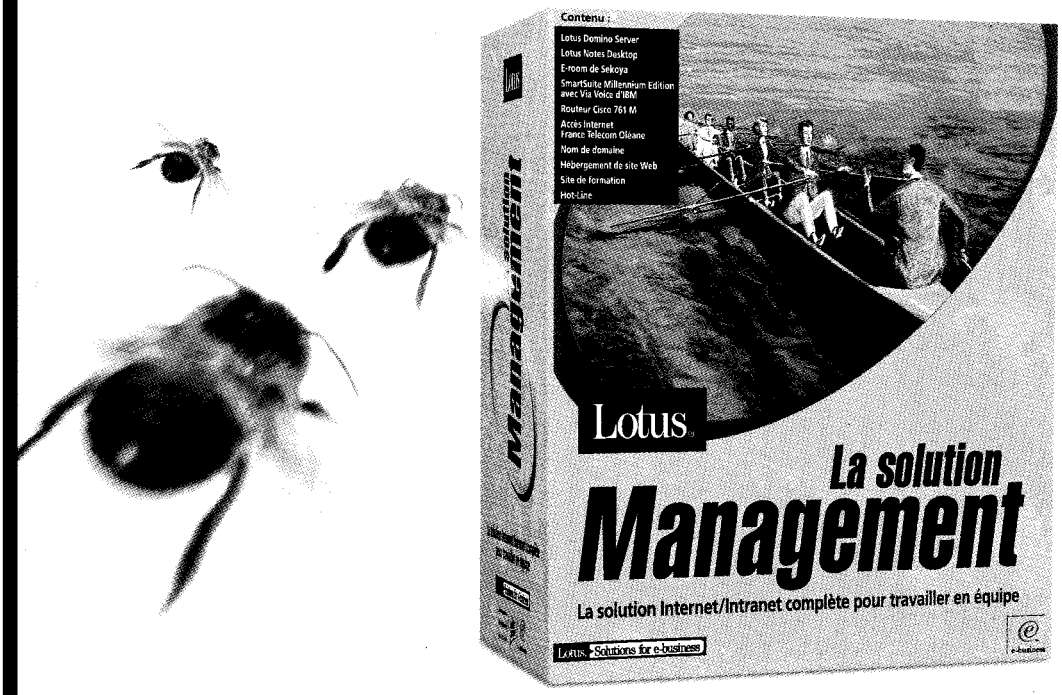
Même si des changements très profonds sont déjà intervenus dans la gestion du risque politique, il est clair que ce processus est loin d'être achevé. Le rôle des pouvoirs publics continue de faire l'objet d'un réexamen approfondi non seulement dans les pays d'origine des investissements et des exportations, mais aussi dans les pays emprunteurs de capitaux et dans les pays d'accueil de ces investissements. Et si le risque politique s'est transformé, il n'a aucunement disparu.

Il est encore difficile de mesurer toutes les conséquences des événements d'Asie du Sud-Est, mais il est peu probable qu'ils entraînent un assèchement total des financements. Selon toute vraisemblance, les institutions de crédit et d'investissement se montreront plus sélectives dans leurs choix, et les emprunteurs s'efforceront d'obtenir des crédits à plus long terme, pour être moins vulnérables aux sorties de capitaux à court terme.

Une seule chose est sûre : tous les opérateurs qui interviennent dans la gestion du risque politique vont, comme le dit le proverbe chinois, connaître toute la difficulté de « vivre une époque intéressante ».

BIZZZZZNESS

▶ P L A N ◀



La solution Management

La première solution e-business Lotus pour les PME/PMI.

Offre de lancement :

9990 F HT

Soit 12048 F TTC.

Distribuée par azlan

PRIX APPEL LOCAL

N° Azur 0 801 042 042

Pour que votre business plan soit un succès, Lotus, en partenariat avec Ernst & Young Entrepreneurs, a conçu La solution Management, la première solution e-business complète pour les PME/PMI. La solution Management permet à vos collaborateurs de bénéficier d'une messagerie et de partager facilement leurs compétences sur un projet, où qu'ils soient, et à tout moment. Avec 10 licences de e-Room, l'application de **SEKOYA** qui accroît les fonctionnalités de collaboration de Lotus Notes, 10 suites bureautique Lotus SmartSuite Millennium avec ViaVoice d'IBM, le logiciel serveur Internet-Intranet Lotus Domino et un routeur Cisco Systems, 10 accès Internet et votre site Web hébergé chez France Telecom Oléane, La solution Management va accélérer le bizzzzzness de votre entreprise. Pour bénéficier d'une démonstration complète et profiter de l'offre de lancement, téléphonez au **0 801 042 042** ou connectez-vous sur **www.solutions-ebusiness.com**

Lotus

An IBM Company