

Quelques contes financiers¹

Yvan Allaire et Mihaela Firsirotu

Président du conseil (IGOPP) et professeur, École des sciences de la gestion, UQÀM

(Les opinions exprimées dans ce texte n'engagent que les auteurs)

Le 3 octobre 2011

Jours noirs chez BlackBerry

« *Nous croyons que nous ne serons pas en mesure de rencontrer notre prévision d'un bénéfice par action de 7,50 \$ pour l'exercice en cours. Nous croyons que ce bénéfice se situera plutôt dans un intervalle de 5,25 \$ et 6,00 \$* » annonçait

Mike Lazaridis le co-PDG de **Research in Motion (RIM)** le 16 juin 2011.

Le prix de l'action de la société, en baisse depuis six mois, chute brutalement au lendemain de cette annonce. Cette société canadienne, créatrice du phénoménal BlackBerry, est instantanément vilipendée, flagellée pour son « incompétence » et invitée instamment à se vendre à quelque sauveur providentiel. Les co-fondateurs sont invités, plus ou moins élégamment, à tirer leur révérence, à céder leurs postes à d'autres.

Les investisseurs institutionnels abandonnent le bateau, laissant le titre (et le sort) de RIM dans les mains de spéculateurs de tout acabit.

Lamentons le sort que les marchés financiers contemporains font à toute société au moment de ses difficultés. Après un engouement qui propulse le prix de l'action en stratosphère, les marchés financiers écrasent le titre et la société au moindre signe de faiblesse, au moindre soupçon que le bénéfice par action risque de fléchir.

RIM doit relever les défis de marchés en mutation, développer et lancer de nouveaux produits complexes. Il doit accomplir ce tour de force alors que les investisseurs abandonnent la société, que la panique s'empare de ses cadres et dirigeants devant l'échéance du prochain rendez-vous trimestriel avec les analystes financiers, que les rumeurs les plus nocives circulent créant doute et insécurité chez son personnel.

Ah, si seulement, RIM, à l'instar de **Google**, avait adopté une structure de capital comportant une double classe d'actions! Détenteurs d'action à multiple votes, les deux co-fondateurs jouiraient d'une part suffisante du contrôle de la société pour mettre celle-ci à l'abri des manœuvres des spéculateurs, le temps de redresser la situation.

¹ Tirés d'un ouvrage qui paraîtra en novembre 2011 intitulé *A Capitalism of Owners*

Un moment de candeur

À Davos, en janvier 2011, le professeur Michael Porter de la *Harvard Business School*, à titre de membre d'un panel, proposait que les dirigeants d'entreprises adoptent comme objectif de leur action le concept de « **création de valeur sociale** » plutôt que la « **création de valeur pour les actionnaires** ».

Mme. Indra Nooyi, PDG de Pepsico et aussi membre de ce panel, se tourna vers Porter, et lui dit d'un ton un tantinet exaspéré: « *Tout cela est beau et bien, Michael mais qu'est-ce que les écoles d'administration enseignent à leurs étudiants ? Vous devriez ramener sur les bancs de vos écoles vos diplômés qui travaillent comme analystes financiers et gestionnaires de fonds pour les rééduquer sur le rôle de l'entreprise, sur l'engagement à long terme, sur le développement soutenable* »

« *Coupable* » plaida Porter.

Or, Mme. Nooyi allait, dans les mois qui suivirent, faire l'expérience pénible de ces marchés financiers qui ne pardonnent pas la moindre déviation dans la quête de croissance du bénéfice par action.

Dès sa nomination comme PDG de Pepsico, Mme. Nooyi proposa de transformer graduellement la gamme de produits de Pepsico pour s'éloigner des boissons gazeuses et sucrées, une des causes des graves problèmes d'obésité et de diabète aux États-Unis, et les remplacer par des produits plus sains et nutritifs. Elle fit de la société Pepsico un leader en matière de politiques environnementales et sociales. Elle clama haut et fort qu'il y allait de l'intérêt à long terme de Pepsico.

Les marchés financiers semblaient bien réagir à son propos. Toutefois, le 21 juillet 2011, Mme. Nooyi dut annoncer aux analystes financiers que les prévisions de croissance du bénéfice de la société devaient être révisées à la baisse, de 10% précédemment à quelque 8%² en raison surtout d'une baisse des profits dans le segment des boissons gazeuses aux États-Unis. Le titre de Pepsico chuta immédiatement, éliminant quelque 7 milliards \$ de sa valeur boursière alors que cette réduction annoncée de 2 sous du bénéfice par action ne représente qu'environ 30 millions \$. *C'est dire que la chute de la valeur boursière est égale à 233 fois la baisse du profit anticipé.*

Surtout, il devint apparent que les marchés financiers croyaient que les propos de Mme. Nooyi sur la stratégie socialement responsable de Pepsico n'étaient pas qu'une opération de relations

² Plus exactement, "to high single digit"

publiques, usuelle et attendue de la part d'un PDG de grande société publique. Aucun mal à cela pourvu que les bénéficiaires n'en souffrent pas.

Réalisant subitement que la stratégie de Mme. Nooyi était bien réelle, qu'elle pouvait mener à des résultats moins favorables à court terme et malgré le bien-fondé de cette stratégie pour la réussite et la survie à long terme de l'entreprise, les analystes financiers, certains investisseurs ainsi que la presse financière, alimentée par ces derniers, se déchainent et prennent Mme. Nooyi à partie. On lui reproche, écoutez bien, « *d'avoir négligé les produits gazeux et sucrés et d'avoir mis trop d'effort sur les produits plus sains* » (*Financial Times*, 22 juillet 2011). Sa performance est « décevante » dit un investisseur au même journal.

Les jours de Mme. Nooyi sont comptés, à moins qu'elle puisse convaincre les marchés financiers qu'elle se consacrera désormais, corps et âme, à relever la part de Pepsico du marché des boissons gazeuses et sucrées, peu importe les conséquences à long terme de cette décision.

Les surveillants surveillés

Dieu sait que les marchés financiers de notre époque ont grand besoin de gendarmes, de sentinelles, de surveillants intègres, compétents et attentifs dont la seule motivation est de protéger le public investisseur. Les *Bourses*, par exemple, assument une responsabilité de surveillance des marchés, établissent les critères pour l'inscription en Bourse du titre d'une société, adoptent des règles de conduite et les imposent à tous les émetteurs inscrits en Bourse.

Or, de nos jours, les Bourses sont *elles-mêmes inscrites en Bourse*, soumises aux pressions des marchés financiers, assujetties à la dictature du bénéfice par action et aux interrogatoires trimestriels par les analystes financiers. Les Bourses doivent convaincre analystes et investisseurs de leurs bonnes perspectives de croissance. Ainsi, la recherche de nouvelles inscriptions en Bourse pour doper leur croissance devient frénétique ; les fusions et acquisitions entre Bourses se multiplient, autre moyen d'amadouer les « investisseurs ».

Comment peut-on jouer pleinement son rôle de gendarme, de surveillant tout en étant soi-même surveillé par les marchés financiers, lesquels feront payer chèrement aux dirigeants de Bourses leur incapacité à « livrer la marchandise » d'une croissance soutenue du bénéfice par action ?

Les *agences de notation de crédit* jouent également un rôle essentiel en ce qu'ils fournissent (ou devraient fournir) une opinion impartiale quant à la qualité relative de la dette des sociétés et des pays. Plus récemment, elles se sont aventurées sur le terrain miné des « produits » financiers complexes et ésotériques, pour notre malheur collectif.

Comment comprendre que l'on laisse de telles sentinelles des marchés inscrire leur titre en Bourse, comme l'a fait Moody's, l'une des trois grandes agences américaines. Une fois Moody's

cotée en Bourse, la culture de l'entreprise change. Ses dirigeants deviennent sensibles aux attentes des marchés financiers, se mobilisent pour livrer des bénéfices croissants. S'ils réussissent à mousser le prix du titre, Ils seront bien rémunérés par la valeur des options sur le titre qu'on leur a accordées.

Dans quel univers parallèle doit-on vivre pour ne pas apercevoir le conflit inhérent entre, d'une part, le rôle de garde-fou des agences de notation, de surveillance de la qualité des dettes publiques et, d'autre part, la recherche de tous les moyens pour augmenter revenus et bénéfices ?

Platon l'a dit : *il ne faut pas soumettre aux impératifs commerciaux les institutions gardiennes de l'intégrité de l'État...ou des marchés.*

Hommage posthume à Nortel

Le juillet 2011 se tenait une importante réunion dans un bureau d'avocats de New York. L'objet de la réunion consistait à la mise aux enchères des quelque 6000 brevets détenus par Nortel. Il s'agit selon le *New York Times* du 2 juillet 2011 d'un portefeuille de propriétés intellectuelles d'une envergure sans précédent ; ces brevets couvrent plusieurs des domaines de l'univers technologique moderne, incluant des brevets rares portant sur la technologie sans fil et les réseaux mobiles de quatrième génération qui forment l'assise technique des nouveaux produits de Google et Apple.

Un groupe de six sociétés (Apple, Microsoft, RIM, Sony, Ericsson et Oracle) a payé 4,5 milliards \$ pour acquérir ces brevets. Leur importance stratégique est telle, Google est si inquiet, que le Département américain de la justice a ouvert une enquête pour examiner les effets sur la concurrence de l'acquisition des brevets de Nortel par le groupe des six sociétés.

Rêvons un peu. Nortel et RIM, deux sociétés canadiennes, auraient-elles pu s'associer pour développer des produits d'une qualité technique supérieure et ainsi dominer le marché des « tablettes électroniques » devant Apple et Google.

La morale de l'histoire

Quelle est la morale de ces histoires?

- Le profit à court terme damera toujours le pion aux intérêts à long terme de la société tant que les marchés financiers seront comme ils sont ;
- Un pays ne doit pas laisser les marchés financiers décider du destin de ses sociétés industrielles ;

- Les gouvernements doivent s'assurer que leurs institutions gardiennes de l'intégrité des marchés ne sont pas elles-mêmes soumises aux diktats des marchés financiers;
- Les avantages techniques d'une société ne se révèlent qu'à long terme mais le monde financier tourne à court terme.