

Chaire **Phénix** 
Grandes entreprises d'avenir

Note de recherche NR-003

COMMENT LES MARCHÉS FINANCIERS VOIENT LES PHÉNIX

Brève présentation

L'actuelle transformation en profondeur des grandes entreprises se structure selon trois axes : l'adaptation aux nouveaux contextes et aux nouvelles attentes sociales, une innovation intensive soutenue par un développement de l'attitude entrepreneuriale (compétence intrapreneuriale) et une prise en compte de l'impact des activités de l'entreprise (responsabilité étendue, critères ESG). Ces évolutions pourraient représenter un moment historique de bascule vers une quatrième forme de capitalisme faisant entrer les entreprises dans des logiques davantage tournées vers l'exploration que vers l'exploitation et l'optimisation. Il s'agit d'une réelle rupture dans le management des entreprises. Pour autant, et contrairement à une idée répandue, cette bascule ne serait synonyme ni d'un reflux de la finance, ni d'un prix à payer, au moins à court terme, pour les actionnaires. En effet, l'analyse des valorisations boursières montre que la création de valeur actionnariale reste le moteur des marchés financiers, mais dans une interprétation beaucoup plus restrictive qu'avant. On pourrait tenter la formule : « *Au diable les bénéfices, vive le PER (Price Earning Ratio) !* » C'est la leçon de création de valeur actionnariale donnée ces dernières années par les entreprises de la tech et du luxe. Elles savent enthousiasmer les marchés financiers par des promesses d'avenir crédibles, appuyées par la croissance du chiffre d'affaires, du nombre de clients, ou encore du nombre d'utilisateurs, par un esprit entrepreneurial ravivé et par des engagements sociétaux crédibles.

Dans la mesure où la puissance des entreprises est déterminée par leur valeur boursière, on serait tenté de s'interroger : une grande entreprise qui ne ferait plus rêver serait-elle encore une grande entreprise ?

Les conséquences sont considérables sur le management des grandes entreprises cotées, mais aussi, par capillarité, sur celui des entreprises non cotées (y compris de l'économie sociale et solidaire) et pour certains services publics.

Cette note est en partie tirée du compte rendu de la séance du comité de pilotage

de la chaire Phénix du mardi 6 janvier 2022, rédigé par Élisabeth Bourguinat.

Elle reprend donc des arguments des participants et des réponses à leurs réactions.

EXPOSÉ DE CHRISTOPHE DESHAYES

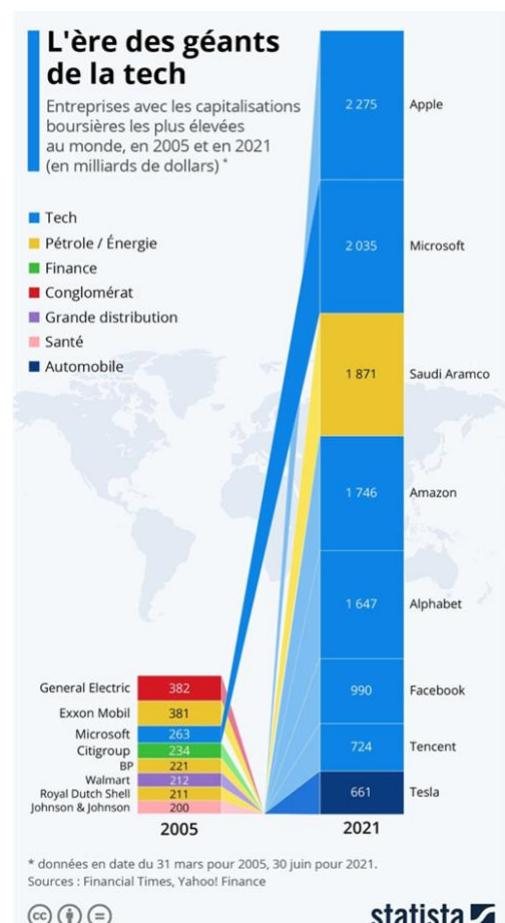
I - Le capitalisme financier n'est pas mort

Le mouvement de bascule vers un quatrième capitalisme, évoqué lors du deuxième comité de la chaire¹ ne signifie pas que le capitalisme financier est dépassé, pas plus que, lorsque le capitalisme financier a pris le pas sur le capitalisme managérial, celui-ci n'a disparu. Il s'agit d'une évolution globale qui inclut un changement de logique financière. Comme nous allons le voir, ce mouvement de bascule s'opère avec l'aval des financiers eux-mêmes, qui non seulement le comprennent, mais jouent un rôle majeur pour inciter les entreprises à aller dans ce sens.

Un « *tiens* » vaut moins que deux « *tu l'auras* »

Une infographie de Statista, réalisée à partir de données du *Financial Times* et de Yahoo! Finance, montre qu'en 2021, six des sept entreprises bénéficiant des capitalisations boursières les plus élevées au monde relèvent du secteur de la tech : Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Facebook et Tencent. La seule exception dans cette série est Saudi Aramco. En 2005, les sept premières places étaient occupées par des entreprises relevant de secteurs plus diversifiés et, surtout, avec des capitalisations bien inférieures : General Electric, Exxon Mobil, Microsoft, Citigroup, BP, Walmart et Royal Dutch Shell. La valorisation cumulée des six premières capitalisations boursières de 2021 est six fois supérieure à celle des six premières de 2005 et seul Microsoft figure dans les deux listes : tous les autres ont disparu de ce classement. Il s'est donc indiscutablement passé quelque chose de particulièrement violent au cours de cette période. Les entreprises les mieux cotées de 2005 prétendaient toutes être centrées sur la création de valeur actionnariale. À l'évidence, les entreprises de la tech leur ont donné une leçon de création de valeur actionnariale qu'il serait important de comprendre. C'est ce qui va nous servir de fil rouge dans cet exposé.

La création de valeur est désormais beaucoup moins liée qu'auparavant aux bénéfices (qui représentent le passé) et beaucoup plus au "multiple" que l'on accepte de payer et qui est fonction de l'ambition ou des promesses de l'entreprise (l'avenir). Le multiple est aussi appelé Price Earning Ratio (P.E.R.). Pour un même euro de



¹ Cf. Note des recherche NR-002, « Vers un quatrième capitalisme », <https://chairephenix.org/2021/09/28/vers-un-quatrieme-capitalisme/>.

bénéfice, certaines entreprises seront valorisées 10, quand d'autres, aux promesses plus mirifiques, seront valorisées 60, voire davantage. Même et surtout pour les financiers, le calcul est vite fait. Mieux vaut rogner un peu sur les bénéfices si c'est pour raconter une belle histoire qui amènera les marchés à valoriser l'entreprise 60 fois ses bénéfices que seulement 10 fois. Contrairement à une idée répandue, préparer l'avenir ne coûte pas forcément à l'actionnaire, même à court terme, pour peu que l'histoire soit belle et crédible.

Le poids des marchés financiers n'a pas disparu et ces derniers n'ont pas été "convertis" par telle ou telle posture morale. Ils veulent, en revanche, profiter de l'incroyable augmentation de la valorisation d'un certain type d'entreprises et poussent les autres à aller dans la même direction.

La market traction

De façon classique, la création de valeur actionnariale se définit comme l'augmentation de la capitalisation boursière à laquelle on ajoute les dividendes distribués. L'infographie de Statista ne prend pas en compte la distribution de dividendes, ce qui fausse un peu la vision du retour à l'actionnaire. En toute rigueur, il aurait mieux valu raisonner en dividendes réinvestis. L'écart aurait été moins abyssal, mais serait resté considérable.

Au cours des trente ou quarante dernières années, les entreprises se sont ingénierées à mettre l'accent principalement sur le bas du tableau, c'est-à-dire sur le résultat net, et, surtout en France, sur les dividendes distribués, à l'inverse de la tech, qui ne réalise pas toujours de bénéfices et ne distribue pas ou peu de dividendes. En revanche, les entreprises communiquaient peu sur leur croissance interne, là encore à l'inverse des entreprises de la tech. En résumé, les entreprises classiques parient sur la génération de bénéfice, là où les entreprises de la tech parient sur le taux de croissance. Ce faisant, elles renforcent leurs images respectives, le passé pour les unes, le futur pour les autres. La revalorisation des cours de Bourses des premières passe nécessairement par un changement d'image et, en conséquence, par un changement de discours et de politique, consistant à se tourner vers l'innovation et la responsabilité sociétale.

Si, comme chacun sait, on peut augmenter le bénéfice soit par la croissance, soit par la réduction des coûts (il est généralement difficile de mener les deux de front), la leçon de l'évolution actuelle des capitalisations boursières est que les marchés financiers valorisent 4 à 6 fois mieux 1 euro de bénéfice obtenu par la croissance qu'un euro obtenu par la réduction des coûts, car la croissance est une forme de preuve que les clients aiment les produits de l'entreprise, ce qui est gage d'avenir.

Dans les premiers temps de la mondialisation, les grandes entreprises traditionnelles faisaient reposer leur croissance sur des rachats d'entreprises un peu partout dans le monde. Leur croissance était essentiellement externe et elles se résignaient à une croissance interne un peu "molle" dans leurs pays d'origine. Dans mon dernier livre², je cite Jean-Louis Beffa, qui souligne que « *pour les groupes traditionnels, Internet a apporté un nouvel appétit de croissance et, surtout, une méthodologie pour y arriver* ». Le discours qui plaît aux marchés financiers est celui de la croissance, qu'elle soit liée à l'augmentation du chiffre d'affaires, ou,

² *La transformation numérique et les patrons*, Presses des mines, collection Les Docs de La Fabrique, avril 2019.

à défaut, au nombre de clients, d'utilisateurs, ou encore de téléchargements. L'essentiel est de pouvoir citer des éléments quantitatifs croissants, quels qu'ils soient, à l'appui de la belle histoire que l'on raconte. Si le marché est très demandeur d'un nouveau produit (*market traction*), la finance conclut qu'il s'agit d'une idée d'avenir et l'achète également, ce qui fait exploser le fameux multiple.

Le poids croissant de l'impact sociétal

Aujourd'hui, depuis les fonds d'investissement jusqu'aux *business angels*, l'ensemble du monde de la finance est convaincu que les entreprises d'avenir sont celles qui sont orientées vers l'impact sociétal, preuve d'adaptation à l'économie de demain. Par exemple, il ne faut plus produire et vendre des produits polluants, et ce, pas parce que c'est mal, mais parce que les clients n'en veulent plus. Des éléments considérés, jusqu'ici, comme extrafinanciers vont désormais avoir un impact sur les cours de Bourse et, à ce titre, devront être scrutés avec attention.

Voici ce que Pascal Bouchiat, directeur financier de Thales, a déclaré à l'issue de la COP26 : « *Je passe maintenant plus de temps sur le carbone que sur le financier classique. Les directeurs financiers doivent se saisir en urgence des objectifs CO₂ de leurs entreprises. On a confié ça à des gens, certes pleins de bonne volonté, mais totalement étrangers à la rigueur des chiffres. Or, les enjeux sont maintenant trop importants. Nous devons donner des objectifs précis, réalisables, avec les allocations de capital qui correspondent et les étapes pour les atteindre. Nous devons fabriquer ou acquérir les outils pour mesurer et suivre précisément ces étapes et nous devons le faire maintenant. Devant les marchés financiers, rater un objectif CO₂ sera au moins aussi important que rater un EBIT.* »

Emmanuel Faber, associé d'Astanor Ventures et président de l'ISSB (*International sustainability standards board*) a confirmé de son côté que « *chaque entreprise devra rendre compte de ses objectifs en matière d'émissions de CO₂ et de sa voie pour les réduire. Si une entreprise est en avance sur son plan, le marché l'examinera positivement. Si vous êtes en retard, cela signifie que vous devrez effectuer certains investissements, ce qui se traduira par une dette supplémentaire. L'évaluation des entreprises en Bourse sera ainsi immédiatement affectée.* »

II - La réinterprétation de la valeur actionnariale par la Bourse et ses conséquences managériales pour les grandes entreprises

Les remarques précédentes montrent qu'il y a bascule de logique, mais pas de rupture entre le capitalisme financier et le quatrième capitalisme. Les notions de valeur d'entreprise, de valeur actionnariale, de capitalisation boursière sont et demeurent des notions clés de la réinvention de la grande entreprise. Néanmoins, le levier n'est plus tant le bénéfice que le multiple qui est, pour sa part, directement lié aux promesses d'avenir et à leur crédibilité.

Lorsque nous avons lancé l'aventure de la chaire Phénix, nous avons d'ailleurs présenté la valeur d'entreprise comme l'une des composantes principales de la définition des grandes entreprises. Nous avions retenu le seuil de 1 milliard de dollars, qui est aussi le critère d'identification des licornes. Nous estimions en effet qu'une grande entreprise se devait,

d'avoir au moins la même valeur qu'une licorne, que ce soit pour assurer son autonomie, comme indice de crédibilité ou encore comme gage de performance. Une bonne capitalisation permet, par exemple, d'obtenir des financements à un coût modéré, d'attirer les talents et, éventuellement, de pouvoir les rémunérer en stock-options.

En revanche, la réinterprétation de la valeur actionnariale par la Bourse a des conséquences managériales pour les grandes entreprises. Désormais, elles sont incitées à montrer un appétit de croissance (innovation, culture entrepreneuriale) ; cette croissance doit être durable, conforme aux attentes sociétales et non grevée par des risques ESG ; les grandes entreprises sont également incitées à engager et à entretenir un nouveau rapport à la tech (c'est ce que font les constructeurs automobiles qui, aujourd'hui, se revendiquent de la tech, comme l'affirme Renault ou L'Oréal, qui se présente comme le leader mondial de la *Beauty Tech*) ; enfin, elles doivent se demander si elles n'ont pas intérêt à afficher leurs activités en croissance, y compris en les extrayant du Groupe et en les introduisant en Bourse avec de nouvelles promesses.

Cette transformation a également un impact indirect, par contagion ou effet domino, sur les organisations non cotées. On peut penser, par exemple, à la modernisation de l'État qui, dans de nombreux domaines, comme celui de la santé, s'aligne sur ce que l'on observe dans les grandes entreprises, ou encore au défi posé aux organisations de type mutuelle qui, par rapport aux entreprises capitalistes se déclarant toutes "à mission" ou "à raison d'être", sont contraintes de renchérir dans la prise en compte des attentes sociétales de leurs clients. L'abandon récent par le Crédit Mutuel du questionnaire santé pour les emprunteurs et la communication qui l'a accompagné ne laissent aucun doute sur l'intention des acteurs de l'économie sociale et solidaire de réagir à l'arrivée des entreprises à mission.

Les gagnants et les perdants dans l'évolution actuelle

Comme on l'a vu, le PER est désormais crucial pour savoir si les marchés financiers considèrent qu'une entreprise a de l'avenir ou non. Le PER moyen sur de très longues périodes est compris entre 15 et 17. Parmi les secteurs français offrant, en décembre 2021, les PER les plus élevés, on trouve les vins et spiritueux (de 30 à 72), le luxe (de 27 à 78) et, dans une moindre mesure, l'aéronautique (de 24 à 45).

De nombreux secteurs dont relèvent les entreprises classiques, celles que nous étudions au sein de la chaire Phénix et qui sont les championnes de la distribution de dividendes, sont au-dessous de la moyenne en matière de PER. Les entreprises de l'énergie, de la banque et des telco, particulièrement "massacrées" (leurs PER sont respectivement compris entre 9 et 12, 10 et 14,5 et 10 et 21) versent des dividendes d'autant plus élevés que leur cours est déprécié. Ces dividendes, souvent supérieurs à 5 % l'an, représentent un rendement remarquable dans une période de taux d'intérêt historiquement bas. On peut même se demander s'il est souhaitable de rémunérer autant les actionnaires et faire l'hypothèse que diminuer la distribution de dividendes permettrait de redresser les cours de la Bourse. C'est ce que font beaucoup d'entreprises américaines qui, au lieu de rémunérer les actionnaires, utilisent les bénéfices pour racheter leurs propres actions. En 2021, trois entreprises du CAC 40 sur quatre ont lancé des plans de rachat d'actions en vue de rééquilibrer leur politique de "retour à l'actionnaire".

Dans le secteur de l'énergie, les entreprises produisant des énergies fossiles ont un PER compris entre 11 et 13, alors qu'il est supérieur à 90 pour les entreprises dédiées aux énergies renouvelables ! L'écart est vertigineux. Pourtant, les nouvelles installations d'énergies renouvelables créées chaque année par des groupes comme EDF, TotalEnergies ou ENGIE ont des capacités de production bien supérieures à celles de ces entreprises produisant exclusivement des énergies renouvelables et restant de petite taille. Au sein des grands groupes, l'activité énergies renouvelables est noyée dans le reste et ne parvient pas à se faire reconnaître à sa juste valeur.

Le secteur le plus maltraité est celui de l'automobile, avec des PER allant de 4, pour Stellantis, à 11, pour Renault, à comparer avec celui de Tesla : 188 ! Selon ces chiffres, Tesla vaudrait plus que tous les grands constructeurs mondiaux réunis. Manifestement, cette marque raconte une histoire à laquelle tout le monde croit, tandis que les autres constructeurs ne parviennent pas à se faire entendre, quelle que soit l'histoire qu'ils racontent.

Deux stratégies possibles pour les perdants

Devant cette situation, deux stratégies semblent envisageables. La première consiste à sortir de la cote. Tesla y a songé, dans les périodes difficiles, et certaines entreprises des telco l'ont fait, mais tout le monde n'a pas les moyens de sauter le pas.

L'autre stratégie consiste à se séparer des activités "qui font rêver" et à les introduire en Bourse. Cette idée n'est pas nouvelle. Worldline est une ancienne filiale d'Atos devenue indépendante, ce qui a permis à son PER de dépasser 30, avant de redescendre à 21 actuellement, quand celui d'Atos est aujourd'hui de 9,5. D'autres opérations de ce type ont eu lieu entre TotalEnergies (PER de 8,5 actuellement) et Sanofi (14), ou encore entre Dassault Aviation (12) et Dassault Systèmes (58).

À l'heure actuelle, Casino, dont le PER est de 11, songe sérieusement à introduire en Bourse les deux pépites que constituent Cdiscount et GreenYellow. Leurs capitalisations boursières cumulées devraient dépasser celle du groupe Casino, preuve que celui-ci est très fortement sous-coté. Par ailleurs, ce serait une façon d'accompagner le financement de ces pépites, qui connaissent d'importants taux de croissance.

Les raisons du succès des entreprises gagnantes

Longtemps, les GAFAM ont bénéficié de PER de 50, 60, ou même davantage. C'est encore le cas pour Amazon, dont le PER est actuellement de 85. Les autres semblent avoir subi un effet d'atterrissement, avec désormais des PER autour de 25 pour Facebook et Apple, et de 29 pour Alphabet. Les bénéfices de 2021 sont annoncés comme tellement exceptionnels qu'ils font forcément baisser le ratio...

En France, les gagnants de l'évolution actuelle sont, d'une part, les entreprises du luxe appelées les KHOL (Kering, Hermès, L'Oréal, LVMH), qui représentent, à elles quatre, un tiers du CAC40, auxquels on pourrait ajouter les producteurs de vins et spiritueux qui leur ressemblent sur bien des points.

Quand on regarde les KHOL, l'écart entre leurs PER est si considérable (27 pour Kering, 78 pour Hermès, soit un rapport de un à trois) qu'on serait en droit de se demander s'il s'agit réellement d'un compartiment homogène ou seulement d'une appellation marketing facile. Leur seul et vrai point commun est une croissance à deux chiffres avec, par exemple, en 2020, 36 % pour Kering, 40 % pour LVMH, 18 % pour L'Oréal et 54 % pour Hermès. Cela nous renvoie à notre propos sur les promesses et le rêve.

Autre point qui nous intéresse pour nos travaux, toutes ces entreprises (les KHOL et celles des vins et spiritueux) ont en commun le fait de disposer, dans leur portefeuille, de marques et de produits jouissant d'une forte identité, que celle-ci soit liée à un terroir ou à une histoire. On parle, par exemple, de "maisons" à la fois pour des marques de cognac, de champagne et de haute-couture. La prégnance de cette identité met ces entreprises dans l'obligation de maîtriser leur communication sur les réseaux sociaux et le e-commerce, de produire des contenus attractifs et de qualité, et enfin d'élaborer des interactions expérientielles avec leurs clients, ce qui correspond à trois de nos indices de transformation : Maîtriser les nouveaux canaux de communication (n°2), Produire des contenus attractifs (n°3) et Concevoir des interactions expérientielles (n°4). De fait, elles sont des championnes – même par rapport à des start-up – sur ces trois indices de notre liste. L'Oréal, par exemple, enregistre plus d'1 milliard de visiteurs uniques par an sur l'ensemble de ses sites et vient en tête des ventes chez Alibaba, alors que les entreprises chinoises ne laissent pas volontiers la première place à un groupe étranger.

Enfin, ces entreprises se caractérisent par des pratiques entrepreneuriales exemplaires en matière d'ESG, si l'on met de côté la polémique sur la pertinence de faire figurer des producteurs de spiritueux parmi les entreprises vertueuses.

Les phénix et la gestion des promesses

En conclusion, à l'ère du quatrième capitalisme, la grande entreprise semble se définir davantage par sa valeur actionnariale que par la taille de son organisation, mais cette valeur dépend de son aptitude à faire rêver, que ce soit en matière d'innovation et de capacité intrapreneuriale, d'engagement sociétal et en faveur du bien commun, de prise en compte de l'environnement, de mobilisation de la tech au cœur de chaque métier, etc. Quand Jeff Bezos annonce qu'il va envoyer des capsules habitées dans l'espace, tout le monde le croit et, en plus, il finit par y parvenir. Ceci nous amène à une question cruciale : une grande entreprise qui ne fait pas (ou plus) rêver est-elle encore une grande entreprise ?

RÉACTION DES PARTICIPANTS (EXTRAITS)

La valeur boursière, indicateur numéro un

Louis Gallois : Merci pour cette présentation qui, à l'instar des précédentes, est extrêmement intéressante. Merci aussi pour les précisions que vous avez apportées sur le rôle de la finance. Vous avez bien montré que, si les critères de la valeur boursière peuvent être modifiés, celle-ci reste, malgré tout, l'indicateur numéro un. Elle n'occupait pas cette place centrale dans le capitalisme managérial et, de ce point de vue, nous restons proches du capitalisme financier.

On ne peut d'ailleurs qu'être frappé par l'aberration selon laquelle Tesla, avec 1 million de voitures produites et un bénéfice de quelques centaines de millions d'euros, vaudrait autant que les six ou sept premiers constructeurs mondiaux réunis. Cela n'a pas de sens réel, du moins pour moi, qui dois faire partie du vieux monde. Quand on considère la masse de recherches, d'investissements, de compétences d'un Toyota ou d'un Volkswagen, on ne peut pas imaginer que la valeur de ces entreprises soit moindre que celle d'un Tesla qui, certes, dispose d'équipes de grande qualité, mais dont l'effectif est bien plus limité.

Au passage, si Tesla montre sans doute la voie de ce que sera l'automobile de demain, il n'est pas sûr que ce soit ce groupe qui en profite. Tantôt le pionnier ramasse tout, tantôt d'autres s'engouffrent à sa suite et contestent sa suprématie. Certains constructeurs chinois, en particulier, observent de très près la façon dont Tesla a procédé.

La pratique des rachats d'actions, que vous avez évoquée, prouve également que le capitalisme financier n'est pas loin, car elle a pour effet de neutraliser une partie de la valeur créée au bénéfice des actionnaires et au détriment de l'investissement productif. Ces rachats d'action, qui représentent actuellement l'équivalent des investissements des entreprises ou même davantage, soulèvent un véritable problème de fonctionnement du capitalisme lui-même.

Curieusement, la grande volatilité des marchés ne semble pas affecter les valeurs boursières les plus emblématiques, c'est-à-dire celles des GAFAM et de Tesla. La courbe d'Apple suit une progression continue, sans jamais le moindre épisode de baisse. J'ai dirigé une entreprise cotée, Airbus, et j'ai travaillé pour une autre entreprise cotée, PSA. Nous vivions avec un cours de Bourse qui connaissait des hauts et des bas. Celui d'Apple n'évolue qu'à la hausse. Tesla a connu quelques accidents au départ, mais, désormais, son cours suit une pente uniquement croissante. Ceci a pour effet de concentrer l'épargne actionnariale mondiale sur une quinzaine d'entreprises. Combien de temps cela va-t-il durer ? Ne doit-on pas s'attendre à une correction du marché ? Dans ce cas, quel sera le devenir, dans les prochaines années, de ces entreprises qui ont su faire rêver ?

Comment les entreprises classiques peuvent-elles à nouveau faire rêver ?

Michel Berry : En 2001 est paru *Le commerce des promesses – Petit traité sur la finance moderne*, de Pierre-Noël Giraud, ouvrage que j'avais trouvé fulgurant. On peut soutenir que le marché financier a tort de croire aux promesses de Tesla ou des GAFAM, mais on peut aussi aborder la question sous un autre angle et prendre acte que le marché ne croit plus à l'avenir d'une entreprise comme Toyota, ce que traduit le fait qu'elle est sous-cotée. Comment les

grandes entreprises peuvent-elles faire naître de nouvelles promesses qui les rendraient à nouveau visibles auprès des marchés financiers ?

Christophe Deshayes : La question est d'autant plus difficile que les marchés ne croient plus, aujourd'hui, à des promesses qui ne s'appuieraient pas sur un chiffre de croissance précis, qu'il s'agisse d'un chiffre d'affaires ou, à défaut, d'un nombre d'utilisateurs, par exemple.

Louis Gallois : Il faut aussi reconnaître que les promesses des entreprises que nous considérons comme surcotées, comme Apple ou Amazon, ont, malgré tout, été tenues. Il ne s'agit donc pas d'une bulle. En revanche, je persiste à me demander comment les arbres pourraient monter jusqu'au ciel...

Participant : En tant que cadre dirigeant d'une grande entreprise de télécommunication et membre de plusieurs *boards*, je confirme que la question que vous posez est essentielle et nous préoccupe. Pendant la crise sanitaire, nous avons cru vendre du rêve en donnant la possibilité à nos abonnés d'organiser des visioconférences comme celle que nous tenons actuellement. Or, seuls les services comme Zoom ou Teams en ont profité, en matière de valorisation, et non les acteurs assurant la connectivité.

La croissance ne suffit pas

Cette situation me paraît d'autant plus étonnante que l'énergie et les telco font partie des services essentiels. Ils connaissent d'ailleurs des usages en forte croissance, ce qui me conduit à émettre un doute sur le fait que la croissance, en tant que telle, suffise à rassurer les marchés financiers. Pourquoi le nombre de clics est-il valorisé chez certaines entreprises, et non le taux d'utilisation des téléphones mobiles, par exemple, dont la croissance est de 40 % par an ?

Christophe Deshayes : Ce taux de croissance peut même vous être "reproché", dans la mesure où le modèle économique des telco repose sur une facturation fixe. L'augmentation de l'usage représente donc plutôt un coût supplémentaire (nécessité d'investir dans le réseau sans pouvoir augmenter les tarifs) qu'une augmentation des résultats...

De la bonne gestion des pépites

Participant : Face à cette situation, les grandes entreprises classiques essaient de valoriser leurs pépites, mais nous avons beau "détourner" nos poches de croissance pour les mettre en évidence, il semble que, du simple fait qu'elles appartiennent à une grande entreprise, il soit impossible de les valoriser. La seule issue est-elle vraiment de découper l'entreprise en morceaux pour essayer de valoriser certains d'entre eux ?

Participant : Certains cherchent à internaliser des pépites ayant un taux de croissance élevé et d'importants besoins de financement. D'autres, au contraire, les externalisent en les cotant. C'est ce qu'a fait Casino avec Mercialys, il y a quelques années. Une autre stratégie consiste à essayer de se débarrasser des activités encombrantes. C'est ce qu'a tenté le groupe anglo-australien BHP en réunissant tous ses actifs liés aux énergies fossiles dans une joint-venture dont on sent qu'il va chercher à se défaire, de façon à verdier son image.

Un cas particulièrement intéressant est celui de la société danoise Ørsted, qui a complètement abandonné les énergies fossiles pour se consacrer au renouvelable. Sa valorisation est de 51 milliards d'euros, soit moins de la moitié de celle de TotalEnergies, mais avec un PER de 30, quand celui de TotalEnergies n'est que de 11 ou 12. Selon les recommandations du GIEC, il faut abandonner dès maintenant tout nouveau projet d'exploration pétrolière. Or, dans ce cas, que doit faire TotalEnergies des 8 ou 12 milliards d'euros de bénéfices qu'il a dégagés l'an dernier ? Avec la meilleure volonté du monde, il ne peut pas investir de telles sommes dans les énergies renouvelables. Même un montant de 2 milliards d'euros représenterait un très grand nombre de projets. La seule solution semble alors de rendre l'argent aux actionnaires...

Christophe Deshayes : Le patron de TotalEnergies, Patrick Pouyanné, a clairement annoncé qu'il se refusait à la surenchère consistant à racheter des entreprises du secteur du renouvelable à des prix astronomiques.

Le problème fondamental est que le capitalisme financier déteste les conglomérats. Les fonds d'investissement cherchent à devenir des conglomérats, mais ne veulent pas que les entreprises dans lesquelles ils investissent le soient. Les seuls secteurs dans lesquels ils tolèrent les conglomérats sont la tech (Apple, par exemple, en est clairement devenu un) et le luxe. Partout ailleurs, les analystes financiers détestent le mélange entre ce qu'ils considèrent comme des activités d'avenir et des activités sans avenir.

La dépendance à la réglementation

Participant : Une autre explication à la sous-cotation de certaines grandes entreprises, particulièrement dans le domaine de l'énergie, est leur dépendance à la réglementation, liée au fait qu'elles vendent des produits de première nécessité. Qui dit réglementation dit risque de variations importantes, ce que les marchés financiers n'apprécient pas. Chacune des activités d'un groupe comme EDF, par exemple, fait l'objet de réglementations qui peuvent changer. C'est vrai pour la production, avec la question très sensible du nucléaire, mais aussi pour les réseaux de transports, très réglementés en tant que monopoles, ou encore pour la commercialisation, qui fait l'objet, depuis vingt ans, au niveau européen, d'un imbroglio susceptible de provoquer toutes sortes de commentaires. Tout ceci peut suffire à expliquer qu'un énergéticien comme EDF ne soit pas très bien vu des marchés financiers. En outre, l'État est actionnaire d'EDF à plus de 75 %, ce qui rend la dépendance à la réglementation encore plus forte.

Michel Berry : EDF fait partie de ces entreprises dont la production d'énergies renouvelables est bien plus importante que celle de nombreuses entreprises bien cotées de ce secteur.

Participant : Effectivement, car non seulement elle gagne une part non négligeable des appels d'offres lancés en France, mais sa filiale dédiée aux énergies renouvelables réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires à l'étranger. Peut-être que, comme pour d'autres groupes, si cette filiale était introduite en Bourse, elle vaudrait davantage qu'EDF...

Le cas des laboratoires pharmaceutiques

Participant : Ce qui me passionne dans votre exposé, c'est le lien que vous établissez entre ce qui se passe sur les marchés financiers et au sein de l'entreprise. De ce point de vue, j'ai été

étonné que vous n'évoquiez pas le cas des laboratoires pharmaceutiques, qui illustrent parfaitement ce lien entre l'externe et l'interne. Pour établir leurs cotations, les analystes financiers se focalisent sur le portefeuille de nouvelles molécules de chaque laboratoire et sur le stade d'avancement des différents projets. Ce "thermomètre de la promesse" joue ainsi un rôle central à la fois dans le fonctionnement de l'entreprise et dans sa capitalisation boursière.

Christophe Deshayes : Je suis tout à fait d'accord avec vous, mais, ayant choisi de me concentrer sur les entreprises du CAC 40, j'ai préféré écarter Sanofi, dont les résultats actuels, liés au vaccin contre la Covid-19, sont tellement atypiques qu'ils auraient pu fausser le raisonnement.

Les cycles économiques

Participant : Pour prendre un peu de recul, l'histoire de l'économie et de la finance nous montre que celles-ci procèdent par cycles. Les marchés financiers anticipent des croissances, toute la question étant de savoir à quel moment celles-ci vont s'arrêter. Sur le graphique présenté par Christophe Deshayes, qui date de juin 2021, Apple était valorisé à 2 275 milliards de dollars, mais, à l'heure actuelle (janvier 2022), sa valorisation dépasse 3 000 milliards de dollars, ce qui est largement supérieur à la capitalisation de l'ensemble des sociétés cotées en France.

La pandémie a accéléré de façon fulgurante la prédominance des acteurs de l'innovation digitale et de la transformation numérique, parmi lesquels je range Tesla, dont la voiture se définit d'abord par la tablette tactile autour de laquelle elle est construite. L'autre grand axe des évolutions actuelles est celui de la transition écologique. Tesla est à la croisée de ces deux axes, quand un acteur comme TotalEnergies est essentiellement positionné sur les énergies carbonées, ce qui peut expliquer l'attitude contrastée des marchés financiers à l'égard de l'un et de l'autre. Enfin, le troisième axe majeur est la prise en compte croissante des critères ESG, y compris dans la finance et dans l'accès des entreprises aux capitaux.

Les financiers de l'intérieur

Participant : Chez les constructeurs automobiles, quand des innovateurs cherchent à monter des projets qui vont faire rêver les marchés financiers, ils sont souvent confrontés aux "financiers de l'intérieur", qui se focalisent sur le taux de rendement interne. On peut y voir un cercle vicieux, selon lequel les entreprises avec de faibles PER tuent en interne les projets qui leur permettraient d'obtenir des PER plus élevés. Comment procèdent les entreprises qui réussissent à imposer des projets faisant rêver, comme L'Oréal ?

Christophe Deshayes : Elles ne font tout simplement pas analyser ces projets par les financiers historiques de l'entreprise. Aujourd'hui, presque toutes ont appris à investir dans des start-up et disposent d'une équipe de financiers dédiés à cette activité, qui raisonnent différemment et peuvent être sollicités pour analyser des projets internes.

Le même participant : Les porteurs de projets innovants préfèrent souvent quitter l'entreprise, créer leur start-up afin que celle-ci soit évaluée par des capitaux-risqueurs externes, puis la faire éventuellement racheter par leur ancienne entreprise...

Michel Berry : En d'autres termes, les innovateurs ont besoin de financiers qui aiment rêver, mais ce n'est pas toujours le type de financier que l'on recrute dans les grandes entreprises traditionnelles.

Participant : Les choses ont changé. Chez nous, nous avons désormais des "financiers rêveurs" et, du reste, nous réussissons à faire bourgeonner de belles petites pousses. Le problème apparaît à l'étape suivante, lorsqu'il faut consacrer des fonds beaucoup plus importants pour aider ces projets à passer à l'échelle. Ces fonds importants que nous aimerais pouvoir mobiliser ne sont pas vus par les marchés financiers comme un investissement dans une start-up à haut potentiel, mais comme du CAPEX mobilisé pour une vieille entreprise, et nous sont donc reprochés. C'est un vrai dilemme.

Des rêves qui ne font pas rêver ?

Participant : Je vais sans doute faire un grand pas de côté, je ne peux cependant m'empêcher de me demander si les rêves dont nous venons de parler ne sont pas un peu vains et déprimants. Nous avons parlé de rêves et de promesses, mais est-ce que ce sont le sac à main Balenciaga ou la voiture *status symbol* qui sont censés nous faire rêver ? Cela veut-il dire que, même si les marchés intègrent de plus en plus les critères ESG, ils valorisent les bienfaits immédiats du luxe et des spiritueux pendant que le monde court lentement, mais sûrement vers sa perte ? Parle-t-on d'appétit de croissance ou de voracité ? J'aimerais que la chaire Phénix porte son regard sur des entreprises dont le succès est moins éclatant, mais qui sont plus inspirantes, comme les B Corp. J'aurais envie d'être de nouveau encouragé sur l'état du monde !

Christophe Deshayes : Effectivement, dans les critères ESG, les notions de développement durable, de frugalité ou de faible croissance sont très prégnantes. Sur le plan de la consommation, le luxe n'est peut-être pas l'exemple le plus inspirant, mais en même temps les entreprises du luxe sont très bien notées sur la plupart des critères ESG. Elles sont, par exemple, précautionneuses sur la qualité de tous les éléments qui entrent dans leur fabrication, y compris les tours de mains ancestraux, les terroirs qui les ont vu se forger, la diversité, etc. La présentation d'aujourd'hui est accélérée et focalisée sur une seule idée, ce qui peut prêter à de mauvaises interprétations. Nous voulions seulement montrer que les exigences financières ne diminuaient pas, mais changeaient de nature : moins de profits à court terme si cela dégrade les critères ESG, plus de croissance et d'histoires qui font rêver. Cette évolution sera peut-être vertueuse ou non. Nous n'en savons rien aujourd'hui et nous essaierons d'être vigilants dans nos travaux.

Lorsque l'activité de l'entreprise est notoirement en décalage avec les critères ESG, le multiple est forcément bas et n'a aucune chance de remonter, le risque à terme étant trop grand. Nous avons cherché à montrer, d'une part, que non seulement les marchés financiers ne sont pas opposés à la prise en compte de l'impact social, mais qu'ils aiguillonnent les entreprises pour qu'elles aillent dans ce sens-là, et, d'autre part, que les cours de la Bourse dépendent des promesses des entreprises et de la crédibilité de ces promesses. Lorsque l'on regarde de près quelles promesses sont jugées crédibles, on constate que c'est notamment la tech et le sac Balenciaga, mais cela ne signifie pas que nous devrions tous nous mettre à produire des sacs à main.

Aussi bien dans les entreprises qui caracolent en Bourse, comme L'Oréal, que dans celles qui sont massacrées, comme Casino, ENGIE ou TotalEnergies, on peut trouver des choses incroyables et inspirantes. Le problème est le plafond de verre auquel ces entreprises se heurtent et qu'il faut essayer de briser afin d'obtenir des valorisations financières plus adéquates.

Il n'est pas impossible que nous assistions, en 2022, à un certain reflux de l'exubérance des marchés et que les entreprises massacrées aujourd'hui prennent 30 % de valeur supplémentaire, mais cela ne suffira pas. L'objectif est qu'elles en gagnent au moins 100 %, de sorte que tant les investisseurs que les talents s'y intéressent et, pour cela, il faut trouver comment elles peuvent à nouveau faire rêver.

Participant : Ce dont témoignent les PER les plus élevés, c'est que la finance prend en compte la capacité des entreprises à se régénérer, à innover, à se transformer, à intégrer les enjeux ESG. L'un des rôles de la chaire Phénix est de faire de la pédagogie vis-à-vis de l'ensemble des entreprises pour les aider à comprendre ce qui est valorisé. Bien souvent, il s'agit d'actifs immatériels qui ne sont pas pris en compte par les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) et qui, pourtant, s'avèrent déterminants pour leur capitalisation.

Quand les promesses sont définies par l'État

Christophe Midler : Je viens de terminer une recherche sur la Spring électrique de Renault fabriquée en Chine et, il y a quelques mois, je suis intervenu avec Marc A洛chet à l'École de Paris pour une séance intitulée « Une comparaison des politiques publiques chinoises et européennes sur le véhicule électrique ». En Chine, ce n'est pas le marché qui définit les promesses, mais le président du Parti communiste, en annonçant par exemple que la Chine va devenir le numéro un mondial de l'offre de véhicules électriques dans les dix ans. En France, nous considérons que le fait qu'EDF ait de fortes interactions avec les pouvoirs publics est plutôt un handicap. La Chine donne un exemple incroyable de la façon dont l'État peut créer du rêve et ensuite gérer l'innovation un peu à la façon des capitaux-risqueurs américains, c'est-à-dire en allouant énormément d'argent au démarrage des projets, puis en identifiant à l'aide d'indicateurs précis ceux qui tiennent leurs promesses et en tuant les autres, afin de concentrer les investissements sur les premiers. Clairement, il n'y a pas que le marché qui peut jouer le rôle de créateur de rêve.

Michel Berry : Il nous reste manifestement du travail et de quoi alimenter les prochaines réunions !