

GE: ce que la débâcle d'un *blue chip* nous apprend

Carl Simard et Yannick Clérouin

redactionlesaffaires@tc.tc

Retour en 2009. Un ami investisseur autonome nous demande ce que nous pensons du titre de General Electric (GE, 9,05\$ US), qu'il détient en portefeuille. L'action du conglomerat industriel lui apparaît très sécuritaire, en raison de son dividende quasi intouchable et du statut de *blue chip* que lui accordent les investisseurs depuis si longtemps.

Notre réponse est sans équivoque: pas question pour nous d'investir dans GE. Nous sommes incapables d'évaluer convenablement le géant industriel et financier. Il nous est impossible d'en déterminer la véritable performance économique et de cerner les risques, tant sur le plan du conglomerat dans son ensemble qu'au sein de chacune de ses multiples entités d'affaires.

Dix ans plus tard, l'entreprise, si souvent citée en modèle sous le règne de Jack Welch, n'est plus que l'ombre d'elle-même. Pendant que les indices boursiers triplaient et que l'économie mondiale connaissait une de ses plus longues périodes de croissance ininterrompue, la multinationale a détruit plus de 100 milliards de dollars de valeur boursière.

Les investisseurs qui, comme notre ami,

croyaient avoir investi dans une valeur sûre au généreux dividende, en ont payé un lourd prix.

Il peut paraître facile d'expliquer après coup les déboires d'une entreprise. Reste que la déconfiture de GE nous rappelle les leçons à garder en tête avant d'investir, notamment dans un conglomerat.

Fuir les grandes transformations à répétition

Jack Welch, qui a dirigé GE pendant 20 ans à partir de 1981, a révolutionné cette société éparpillée et bureaucratique. Obsédé par une croissance dans les deux chiffres et exploitant ses talents exceptionnels de leader charismatique, il a réussi à déployer une nouvelle culture axée sur la performance opérationnelle.

Lors de ce repositionnement stratégique, plus de 100 000 employés ont été sacrifiés. Il a au passage largué une grande quantité de divisions afin de concentrer la société sur cinq secteurs industriels où elle pouvait devenir une actrice dominante: le plastique, les moteurs d'avions, les locomotives, l'énergie et les appareils médicaux de résonance magnétique.

Miser sur ces activités industrielles matures, qui requièrent d'abondants capitaux, n'était pas suffisant pour atteindre à tous coups les objectifs de croissance ambitieux imposés par

Au lieu de poursuivre sa concentration dans un nombre restreint de secteurs d'activités qu'elle maîtrisait, GE a multiplié les transactions destructrices de richesse hors de son cercle de compétence.

dettes, elle a dû trouver *in extremis* de nouvelles sources de financement selon des modalités très coûteuses. Sa situation financière a continué de se détériorer depuis, malgré le pivot tenté par M. Immelt en 2015 visant à réduire considérablement le poids de GE Capital.

Pendant trop longtemps, les fonds autogénérés par l'entreprise ont été nettement insuffisants pour financer ses activités et assurer le versement d'un dividende annuel de 8 G\$ US. L'entreprise a attendu jusqu'à la période trouble de 2018 pour charcuter son dividende.

L'impossible gouvernance des conglomerats


La mission d'un conglomerat est de s'assurer que le tout est plus important que la somme des parties. Une des responsabilités primordiales d'un conglomerat est d'allouer le capital dans les meilleures occasions d'investissement. GE, comme bien d'autres conglomerats, a échoué monumentalement.

Au lieu de poursuivre sa concentration dans un nombre restreint de secteurs d'activités qu'elle maîtrisait, la multinationale a multiplié les transactions destructrices de richesse hors de son cercle de compétence.

Les risques liés au développement du secteur financier n'ont visiblement pas été adéquatement pris en considération par le conseil d'administration (CA). Il arrive souvent que les membres d'un CA ne soient pas assez critiques envers le dirigeant de l'entreprise qu'ils supervisent. Particulièrement lorsque le PDG jouit d'une aura de demi-dieu du monde des affaires comme c'était le cas pour M. Welch.

La responsabilité critique qui incombe à un conseil d'administration est d'assurer la pérennité d'une entreprise. D'éviter une prise de risque qui pourrait éventuellement mettre en péril sa survie. L'expérience nous montre que peu de conglomerats réussissent à remplir cette mission.

Les investisseurs doivent garder en tête qu'en plus d'être pratiquement impossibles à évaluer adéquatement, les conglomerats sont souvent ingouvernables (à l'exception de quelques conglomerats modèles, dont Berkshire Hathaway).

Et contrairement à ce que pensait notre ami à l'époque, les sociétés qui versent de généreux dividendes ne sont pas toujours les valeurs sûres que l'on pense. 

M. Welch. GE a donc poursuivi sa grande transformation vers le secteur financier. À un point tel que le géant industriel est devenu la septième plus importante banque des États-Unis. À son sommet, sa division financière, GE Capital, générait plus de la moitié des bénéfices du conglomerat.

Le profil de risque de GE a dans la foulée été bouleversé: la société a emprunté massivement pour financer ses activités bancaires. Les risques liés à cette stratégie ont été amplifiés par des relations malsaines entre son bras financier et ses activités manufacturières historiques.

Les investisseurs ont pourtant pris beaucoup de temps à reconnaître les risques majeurs liés à la nouvelle GE. Son titre s'est même négocié à une très généreuse évaluation de 40 fois le bénéfice par action en 2000. C'est comme si les actionnaires flottaient sur un nuage et faisaient abstraction des dangers inhérents au levier financier d'une banque.

GE a vécu sa première crise à la suite des attentats terroristes de 2001. Jeff Immelt venait tout juste de prendre la relève de M. Welch à la suite de son départ à la retraite. Dans les années qui ont suivi, il a multiplié les acquisitions et la vente d'actifs. Plusieurs des activités manufacturières acquises se sont révélées marginalement rentables.

Ces problèmes ont été camouflés par des manœuvres comptables légales, mais tout juste acceptables, a révélé une récente enquête du *Wall Street Journal*. Rarement les bénéfices provenaient de la croissance, mais plutôt de pirouettes comptables.

GE a failli sombrer durant la crise financière de 2008. Ensevelie sous une montagne de


CONCOURS BOURSTAD

 CIRANO
Allier savoir et décision

du 11 février
au 12 avril
2019

Faites fructifier
un portefeuille de 200 000\$

 30 000\$ en prix

Inscription et simulation sur
 bourstad.ca

 AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS

les affaires

FINANCE
MONTREAL

TMX | Bourse de
Montréal | Datalinx

quotemedia
Economic market data solutions

TES
AFFAIRES
.com

CFA
Montréal

OCRCVM

EXPERTS INVITÉS



Carl Simard
est président et gestionnaire
de portefeuille de Medici



Yannick Clérouin
est conseiller de Medici