

Par le Centre de recherche sur la gestion (Cereg) – université Paris-Dauphine

Diversification des entreprises et rentabilité financière

Laurent Batsch, professeur à l'université Paris-Dauphine
et Antoine Renucci, maître de conférences à l'université Paris-Dauphine

En toute rigueur financière, la diversification est plus simple et moins chère à réaliser par les gérants de portefeuille que par les entreprises. En effet, la sélection des risques et leur pondération sont de la compétence propre du gérant. Au contraire, une firme diversifiée constitue un portefeuille imposé, dont les branches sont solidaires : la liquidité y est perdante. Pourtant, la diversification n'est pas exceptionnelle dans les entreprises cotées, y compris les plus grandes. Comment expliquer ce paradoxe ?

Parmi les raisons qui peuvent conduire une firme à accroître le spectre de ses activités, figure en bonne position la recherche d'économies de gamme. En étendant sa production à plusieurs domaines, l'entreprise accroît les retombées de ses investissements (programmes de recherche et développement, formation du personnel). La diversification a aussi la vertu de permettre à la firme de faire jouer son pouvoir de marché en utilisant, par exemple, les bénéfices engrangés dans un secteur pour étouffer la concurrence dans un autre domaine d'activité, grâce à des prix faibles.

Enfin, un groupe diversifié est à même de tirer profit de sa puissance financière. Il peut se servir des cash-flows excédentaires de certaines branches de l'entreprise pour financer d'autres activités sans recourir au financement externe (banques ou marchés financiers). Les dirigeants de l'entreprise possédant vraisemblablement plus d'informations que tout investisseur extérieur quant aux perspectives de rentabilité de leurs projets, celui-ci répercute son déficit d'information sur le coût du financement. Ainsi, organiser un marché «interne» du capital au sein de l'entreprise peut avoir comme effet bénéfique d'éviter que la firme soit rationnée dans les crédits

qu'elle demande, voire soit contrainte d'abandonner des projets rentables. Cependant, en s'isolant du marché «externe», l'entreprise perd le bénéfice du contrôle exercé par ce dernier. Or, cette discipline est bien utile pour éviter que les dirigeants investissent dans des projets non rentables mais qui leur procurent une certaine satisfaction sans en avoir les coûts à payer.

De plus, la diversification accroît la surface financière du groupe et diminue ainsi le risque de ses prêteurs. Cela facilite évidemment l'accès à plus de crédit et à un moindre coût. Si l'on ajoute les économies

Lorsque le marché externe est suffisamment efficace, il n'apparaît pas clairement que la diversification crée de la valeur.

d'impôt induites par la dette, l'avantage est double. Cependant, transférer les bénéfices d'une division à une autre, pour rembourser la dette de celle-ci ou combler ses pertes, est critiquable. Car en subventionnant les divisions les moins rentables, on diffère la nécessité de leur redressement, tandis que l'on diminue les incitations des meilleures unités à engendrer des cash-flows.

Les avantages et inconvénients des stratégies de diversification étant posés, quel est le verdict des études empiriques en la matière ? Les résultats sont pour le moins contrastés. Lorsque le financement externe des entreprises est délicat, par exemple lorsque les marchés financiers sont peu développés – comme dans les pays émergents, actuellement, ou aux États-Unis, jusque dans les années 1970 –, la diversification permet, via le marché interne du

capital, de produire une valeur ajoutée. Mais lorsque le marché externe est suffisamment efficace, il n'apparaît pas clairement que la diversification crée de la valeur. Les premières estimations indiquaient en moyenne une décote d'environ 15 % pour les entreprises diversifiées par rapport à celles qui ne l'étaient pas. Cela étant dit, entre 30 % et 40 % des entreprises diversifiées affichaient au contraire une prime liée à la diversification. Et la diversification «reliée» (cohérente en termes de synergies opérationnelles) entraînait une moins grande décote que la diversification «non liée» (les fameux conglomérats).

Des travaux plus récents nuancent la portée d'une telle décote, voire remettent en cause son existence, d'une part pour des raisons liées à la qualité des données et des méthodes sur lesquelles se fondaient les premières analyses, et d'autre part en posant la question suivante : est-ce la diversification qui entraîne une décote ou bien, à l'inverse, est-ce que les entreprises moins bien évaluées par le marché ne cherchent pas dans la diversification vers de nouveaux secteurs d'activité plus rentables une solution à leur problème ? De plus, certains contre-exemples sont mis en avant, comme ceux de General Electric dirigée pendant plus de vingt ans par Jack Welch, ou Berkshire Hathaway pilotée par Warren Buffett. Ces derniers n'ont pas encore livré leurs secrets pour faire de ces conglomérats des entreprises bien plus performantes sur le long terme que tous les indices boursiers. Plus près de nous un groupe comme Bouygues s'affiche sans complexe comme un conglomérat. On relèvera en tout cas que les seuls conglomérats rentables sont ceux qui respectent une règle d'or : que chaque branche occupe une position de tête sur son propre marché ■