

Les grands holdings familiaux : des objets mal identifiés ?

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

A l'issue de quarante années de forte croissance de l'économie et des bourses mondiales, les successions et cessions provenant de la recomposition d'industries ont généré un nombre important de holdings familiaux de grande taille dont l'ambition dépasse la simple diversification de risques patrimoniale.

En France, il y a aujourd'hui plus de 50 holdings familiaux de taille supérieure à 500 millions d'euros d'actifs, dont 30 de taille supérieure à 1 milliard et 10 de taille supérieure à 5 milliards (la participation dans l'entreprise historique représentant en moyenne moins de 50% du total). Aux États-Unis, ce nombre est de 900, 400 et 25 dans chacune des trois catégories. Mondialement, le nombre de ces holdings croît à 18% par an.

Certains de ces holdings, surtout lorsqu'ils sont de constitution récente, ont du mal à définir leur positionnement, leur stratégie, et par conséquent leur organisation.

Quel rôle ?

Ils mélangent souvent au sein de la même structure trois poches d'investissement obéissant à des logiques différentes et exigeant des modes de gestion spécifiques, dont la pondération devrait être régulièrement challengée :

- La fédération des actionnaires familiaux autour de la détention des participations industrielles historiques ;
- Un family office et des actifs de diversification patrimoniale classique (cash, immobilier, lignes d'actions, investissements en private equity externe) ;
- Le pôle d'investissement proprement dit, organisé sous forme de fonds de private equity avec capitaux internes et externes, ou sous forme de fonds evergreen.

Leur principal enjeu est qu'ils sont créés par des entrepreneurs qui doivent devenir financiers, avec les changements difficiles de perspective et d'approche que cela nécessite :

- La gestion d'un portefeuille d'activités diversifié, par opposition au développement d'une entreprise généralement spécialisée dans un domaine d'activité ;
- Le développement d'une expertise dans un mode de création de valeur répliquable, par opposition à la connaissance intime d'un métier ;
- L'utilisation de la durée de détention et de la rotation des actifs comme levier de création de valeur, par opposition au seul développement dans la durée d'une activité ;
- La gestion d'un holding avec une large autonomie des dirigeants de participations, par opposition à la direction générale d'une entreprise, même multi-activités.

Quel positionnement et quelle compétitivité ?

Ils sont donc souvent moins performants, du moins dans les premières années, en termes de création de valeur, que les entreprises historiques qui en étaient à l'origine, car leurs dirigeants ont des difficultés à reconnaître qu'ils sont dans un monde tout aussi concurrentiel que celui

des entreprises « industrielles », mais différent. Leur positionnement et leur compétitivité sont donc incertains :

- Face à leurs concurrents plus affirmés (fonds de private equity, autres investisseurs plus anciens) ;
- Face à des industriels chassant les mêmes cibles ;
- Face aux cibles d'investissements (de plus en plus sophistiquées dans leur compréhension du monde de l'investissement et de leurs propres besoins) ;
- Face à leurs besoins de recrutement de petites équipes internes de haut calibre et en attente de rémunérations compétitives comparées au marché.

Leur performance est souvent moyenne et non systématique dans la durée : certains holdings ont des TSR de 25% ou plus par an. La moyenne des holdings très diversifiés génère un TSR de 5% :

- Thèse de création de valeur incertaine ou non systématisée dans toutes ses implications ;
- Incohérence entre la thèse de création de valeur, la durée de détention optimale des actifs et le TSR attendu ;
- Lenteur dans la réalisation des investissements ; nombreuses analyses internes mal focalisées et non suivies de décisions ; manque de discipline dans les critères et le processus de sélection ;
- Participations de tailles trop faibles par rapport à l'importance des fonds gérés ;
- Difficulté à payer les prix de marchés pour des entreprises à fort potentiel, cantonnant les investissements sur des thèses de retournement ou de transformation ;
- Présence trop faible ou pas assez crédible dans un deal flow systématique ;
- Difficulté à reconnaître les facteurs clés de création de valeur des entreprises en portefeuille pour aider les directions des entreprises en se positionnant sur ces facteurs plutôt que sur le seul challenge opérationnel ;
- Expertise des équipes internes non cohérente avec la thèse d'investissement ;
- Difficulté à prendre en compte les grands cycles de marché et macro-économiques dans la gestion du portefeuille de participations et grande difficulté à se séparer de celles-ci.

Face à eux, le monde de l'investissement est aujourd'hui extrêmement professionnalisé et compétitif. Le private equity à lui seul représente 2% de l'économie mondiale (5% aux États-Unis)¹. Il continue à croître fortement. Il rapporte en moyenne 15% par an sur la période 2010-2019².

Les grands fonds de private equity sont clairement focalisés par secteur et/ou thèse d'investissement. Des fonds spécialisés sur des courants de croissance (thèse particulièrement adaptée aux années 2000 et 2010), par exemple Waterland en Europe (vieillesse de la population, loisir et luxe, outsourcing et amélioration de la performance, développement durable), Vista aux US (technologies, software, digitalisation) ou Advent mondialement (pays émergents en Asie et Amérique du Sud) ont généré des TSR nets moyens de 23 à 30% par an pour leurs investisseurs sur la période 2000-2015.

Les grands holdings familiaux font face à un benchmark difficile à égaler.

Quelle stratégie ?

Les stratégies des grands holdings qui réussissent dans la durée reposent toujours sur trois piliers :

¹ Valeur des commissions, carried interest...

² Rendement pour l'investisseur net des commissions du fonds ; millésimes 2007-2016

- La connaissance forte de deux ou trois métiers, pris au sens large (grande consommation, retail, services BtoB, high tech et telcos, santé, secteurs à forte intensité capitalistique...) et de leurs facteurs de succès ;
- Une thèse de création de valeur unique, répliquable, professionnellement déclinée, et adaptée au cycle macroéconomique long du moment (croissance longue, build up, transition et rebond, restructuration/retournement, gestion cyclique ...) ;
- Une cohérence forte entre la thèse de création de valeur, le type de management et la durée de détention des actifs.

Hanson Trust, par exemple, a généré un TSR moyen de 20% par an pendant 20 ans dans les années 70 et 80 en se focalisant sur la restructuration de groupes diversifiés dans des semi commodités (ciment, matériaux de construction...) et dans des secteurs de consommation de base (cigarette...), avec une focalisation sur quelques leviers peu nombreux : refocalisation des activités, cessions massives d'actifs, génération de cash, restructurations de coûts, changement du management ; durée moyenne de détention des participations de 2,5 à 3 ans et rotation rapide du portefeuille, dans un contexte de taux d'intérêts élevés et de faible levier financier.

Berkshire Hathaway a généré un TSR moyen de 20% sur 55 ans à travers trois thèses d'investissement différentes, la plus récente étant la moins claire et la moins profitable :

- *1964-1990* : investissements « value » en restructurations, transformations et rebonds dans des industries traditionnelles : textile, utilities, édition, alimentaire, services financiers... constituant des stratégies bien adaptées au cycle économique (taux d'inflation élevés, secteurs en restructuration, valeur aux profits à court terme). Le TSR a été de 27% par an (vs. 10% pour la bourse américaine), la durée de détention des participations de 5 ans avec des exceptions. Le seul échec a été l'investissement dans le textile, démontrant le risque de ce type d'investissement dans des secteurs en restructuration lourde, où quelle que soit la qualité du management et de l'investisseur, il ne peut pas y avoir de création de valeur.
- *1990-2008* : investissements dans des stratégies de croissance longue adaptées au cycle de baisse des taux d'intérêts et de valorisation des entreprises en croissance rentable à long terme : internationalisation des grands leaders dans les biens de consommation courante (Coca-Cola, McDonald's, Anheuser-Busch, Procter & Gamble...) et investissements dans les services financiers en forte croissance sur la période (passant de 5,7% à 7,1% du PIB américain entre 1990 et 2007). Le TSR a été de 14% par an (vs. 10% pour la bourse américaine). La durée de détention des participations est montée entre 10 et 20 ans.
- *2008-2020* : poursuite de la stratégie d'investissements dans des entreprises en croissance longue (Apple, Amazon...) mêlée à des investissements dans des secteurs cycliques ou en faible croissance (compagnies aériennes, automobile...). Le TSR a chuté à 12% par an (vs. 15% pour la bourse américaine). Berkshire Hathaway n'a pas cru à la stratégie de croissance de la période précédente, où n'a pas réussi à rester focalisé sur celle-ci, alors que la poursuite du cycle économique la rendait encore plus attractive.

Artal, le holding de deux familles belges, a généré un TSR moyen de 15% par an depuis la vente des sucreries de Tirlmont à Südzucker en 1989 avec des performances contrastées :

- Deux investissements dans deux courants de croissance de l'agroalimentaire, connexe du métier d'origine, ont fait l'essentiel de la création de valeur : Weight Watchers (investissement de 224 millions USD en capital en 1999 avec plus-values et dividendes cumulés de 4 à 5 milliards de dollars jusqu'en 2012) ; et dans une moindre mesure, Blue Buffalo (pet food) avec environ 2 milliards de plus-value générée entre 2006 et 2018 ;

- Les autres investissements dans l'agro-alimentaire ainsi que Weight Watchers après 2012, ou dans d'autres secteurs et thèses d'investissement (restructuration et rebond dans le textile ; croissance dans les biotechnologies ou l'informatique) ont eu une performance inférieure à la moyenne de la bourse ;
- A part deux exceptions majeures (et compensant largement le reste), l'équipe d'investissement d'une quarantaine de personnes n'a pas réussi à générer une création de valeur systématique et résiliente, faute de thèse d'investissement ou de focalisation sectorielle systématique.

Pour les grands holdings familiaux evergreen, l'absence de contrainte sur la durée de détention est à première vue un avantage face aux fonds de private equity classiques. Elle permet d'investir dans des stratégies de croissance de longue durée ou dans des thèses de transformation forte suivies de rebond. Par ailleurs, les entreprises familiales sont des cibles privilégiées (les familles parlent aux familles).

Mais c'est souvent aussi une faiblesse. Cette absence de contrainte donne l'illusion d'un temps largement disponible pour réveiller de belles endormies en les rachetant à bon compte. Cette thèse requiert par ailleurs des expertises de nature différente (opérationnelles et stratégiques) et est complexe à effectuer. Un décalage d'un an à deux ans dans la mise en œuvre des leviers de transformation ou une mauvaise évaluation du potentiel de rebond dans le contexte stratégique de l'entreprise ruinent irrémédiablement le TSR attendu.

De même, dans les investissements de croissance longue, une mauvaise compréhension de la durée réaliste de cette croissance et des leviers pour la réaliser conduit souvent à ne pouvoir maintenir les multiples élevés d'entrée.

Le temps disponible ne remplace pas l'expertise nécessaire dans l'identification et la mise en œuvre précise des leviers de création de valeur et dans la compréhension du contexte stratégique de l'entreprise.

Quel avenir ?

La compétitivité et la performance valent pour les investisseurs comme pour les entreprises. Les grands fonds de participations industrielles « actionnaires de longue durée » des années 70 et 80 ont laissé rapidement la place au modèle du private equity plus adapté et plus performant.

Les grands holdings familiaux, en forte croissance actuellement, sont-ils un modèle alternatif compétitif ? Lesquels s'inscriront dans la durée comme acteurs structurants du paysage industriel ? Et lesquels ne seront qu'une transition actionnariale entre des entreprises industrielles très performantes pendant deux à trois générations et un actionnariat finalement dilué sur les marchés financiers ?

*Jean Estin
Février 2021*

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich, New York et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens, nord-américains et asiatiques dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.