

À qui appartient quoi ? Réexamen du principe du « propriétaire naturel »

3 mars 2026 | Interview

Les créateurs du concept de « propriétaire naturel » discutent de ses origines et de la manière dont il peut être utilisé aujourd'hui aussi bien en attaque qu'en défense

En juillet 1989, McKinsey publia en interne une note de service co-écrite par John Stuckey et Rob McLean, alors employés du cabinet. Ce document remettait en cause un postulat fondamental de la stratégie d'entreprise de l'époque : la diversification, à elle seule, créait de la valeur. Il proposait un critère d'acquisition plus exigeant. Les auteurs soutenaient que les entreprises ne devraient posséder que les activités pour lesquelles elles sont les mieux placées pour maximiser la valeur actuelle nette (VAN) des flux de trésorerie futurs. Ce cadre conceptuel est devenu le principe du « **propriétaire naturel** ».

Près de quarante ans plus tard, cette logique est profondément ancrée dans la façon dont de nombreux stratèges conçoivent intuitivement la stratégie de portefeuille, l'allocation de capital et la création de valeur. Dans cet entretien avec Tim Koller, associé chez McKinsey , et Whitney Zimmerman, experte reconnue en stratégie, Stuckey et McLean, anciens de McKinsey, reviennent sur les origines de cette idée. Bien que ce cadre ait été initialement conçu pour aider les entreprises à décider des actifs à céder, ses créateurs le considèrent désormais comme un outil précieux pour leurs stratégies offensives. Au cours de cette conversation, Stuckey et McLean expliquent pourquoi, à l'ère des investisseurs activistes, des réorientations constantes des portefeuilles et des mutations technologiques rapides, il est plus important que jamais de comprendre qui est le véritable propriétaire d'une entreprise.

Cet entretien a été raccourci et clarifié.

Tim Koller : En 1989, vous avez coécrit ce que McKinsey appelait à l'époque un « document de travail » intitulé « Le cadre de stratégie d'entreprise activé par le marché », qui proposait le concept que nous avons plus tard appelé « le propriétaire naturel ».1 Comment avez-vous élaboré ce cadre de travail ?



John Stuckey

:

Nous l'avons développé vers la fin de l'ère des conglomérats, à une époque où de nombreuses entreprises croyaient encore que la diversification interne créait de la valeur. En Australie, où je travaillais alors, les conglomérats étaient particulièrement répandus en raison de la concentration du secteur industriel. Un client, un conglomérat industriel possédant une douzaine d'activités largement indépendantes, nous a sollicités car son portefeuille ne présentait aucune cohérence. Le PDG pressentait un problème. La seule synergie supposée résidait dans l'allocation du capital, un domaine que les marchés géraient déjà mieux, selon nous. Les activités pertinentes étaient un ensemble d'actifs maritimes, notamment le transport maritime et la manutention portuaire, historiquement liés et aux compétences complémentaires. Les autres activités étaient sans rapport. Ce cadre est né directement de notre travail avec le conseil d'administration et l'équipe de direction. Rob a forgé l'expression « propriétaire naturel », qui a immédiatement trouvé un écho favorable et est devenue un outil de discussion précieux avec les clients.



Rob McLean :

*

À la fin des années 1980, des prédateurs financiers comme Carl Icahn semaient la terreur parmi les entreprises américaines, tandis qu'en Australie, des personnalités telles qu'Alan Bond et John Elliott bouleversaient les conglomérats. Nous avons alors ressenti le besoin d'une vision claire quant à la structuration d'un portefeuille. L'analyse traditionnelle du ROE mettait en évidence les entreprises fragiles, mais la véritable clé du succès résidait dans l'exigence d'un niveau élevé : ne posséder que des entreprises dont on est le propriétaire naturel et où l'on est le mieux placé pour maximiser leur valeur future.

Un exemple est celui d'une entreprise néo-zélandaise de foresterie et de matériaux de construction qui possédait également une activité de pêche. Elle envisageait d'acquérir une entreprise mondiale de thon, mais après un examen approfondi, nous avons collectivement conclu qu'elle n'était pas le propriétaire naturel. Cette réflexion a finalement permis de rationaliser les portefeuilles diversifiés.

Tim Koller : Pourriez-vous décrire le cadre d'analyse à notre public ?

John Stuckey : Il s'agit d'une matrice à deux axes. Un axe mesure le potentiel intrinsèque d'une entreprise à créer de la valeur à l'avenir. Il ne s'agit pas des

bénéfices actuels, mais de la valeur future grâce à la croissance ou à l'amélioration des performances. L'autre axe mesure le degré de propriété naturelle, c'est-à-dire si une entreprise est particulièrement bien placée pour maximiser la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs de cette activité. À une extrémité, vous êtes clairement le propriétaire naturel ; à l'autre, vous n'êtes qu'un propriétaire parmi d'autres.

Lors de l'élaboration des portefeuilles, de nombreuses entreprises se sont regroupées en milieu de classement : celles présentant un potentiel de valeur modéré et un faible avantage concurrentiel lié à la propriété. Ce sont ces entreprises qui ont soulevé les questions les plus épineuses. Le cadre n'avait pas pour but de dicter les décisions de manière mécanique, mais de faciliter des échanges constructifs avec les conseils d'administration et les équipes de direction.

Tim Koller : Comment l'idée de l'actionnaire naturel s'est-elle diffusée ?

John Stuckey : Elle s'est diffusée en interne, par le biais de documents internes, de réunions de travail et de réseaux informels. Plusieurs cadres supérieurs, fervents défenseurs du développement des connaissances, étaient enthousiastes face aux nouvelles idées, en particulier celles qui étaient pratiques. À l'époque, avant le courrier électronique et Internet, les idées circulaient par le biais de réunions, d'appels téléphoniques et de documents imprimés. Nous en avons parlé avec nos clients. Puis, d'autres personnes travaillant sur des études ont commencé à l'adopter. Finalement, ce cadre est devenu l'un des premiers outils de stratégie d'entreprise formalisés et largement utilisés au sein du cabinet .

Tim Koller : Comment l'idée de l'actionnaire naturel s'est-elle diffusée ?

John Stuckey : Elle s'est diffusée en interne, par le biais de documents internes, de réunions de travail et de réseaux informels. Plusieurs cadres supérieurs, fervents défenseurs du développement des connaissances, étaient enthousiastes face aux nouvelles idées, en particulier celles qui étaient pratiques. À l'époque, avant le courrier électronique et Internet, les idées circulaient par le biais de réunions, d'appels téléphoniques et de documents imprimés. Nous en avons parlé avec nos clients. Puis, d'autres personnes travaillant sur des études ont

commencé à l'adopter. Finalement, ce cadre est devenu l'un des premiers outils de stratégie d'entreprise formalisés et largement utilisés au sein du cabinet .*

Whitney Zimmerman : Comment ce cadre a-t-il évolué d'une approche défensive à une approche offensive ?

Rob McLean : À l'époque, nos discussions portaient principalement sur l'approche défensive. Certaines entreprises affichaient un rendement des capitaux propres (ROE) d'environ 10 %, tandis que 30 à 40 % de leurs activités n'en génèrent que 5 %. Le calcul est simple : en éliminant les activités à faible ROE, on obtient un gain de deux, trois ou quatre points de ROE. Cela a lancé le débat sur la question de savoir qui devrait détenir ces activités.

Plus récemment, nous avons constaté une création de valeur considérable lorsque des entreprises acquièrent de manière proactive des actifs dont elles sont les propriétaires légitimes. Le rachat d'Instagram par Facebook et celui de PayPal par eBay en sont des exemples classiques.

John Stuckey : Il ne suffit pas d'être le propriétaire naturel ; il faut agir différemment une fois qu'on en est propriétaire . Qu'est-ce que vous apportez ? Que ferez-vous et comment le ferez-vous ? Il faut être rigoureux sur ce point.

Pour revenir à la question de l'opposition entre stratégie défensive et offensive, il est vrai que ce concept a d'abord été axé sur la défense, aidant les entreprises à identifier les actifs dont elles devraient se séparer . Mais, bien sûr, si une personne, propriétaire non légitime d'une entreprise, s'en sépare, elle cherchera à la vendre au propriétaire légitime , car ce dernier sera probablement disposé à offrir le meilleur prix. Il a donc toujours fallu prendre en compte les deux aspects, même pour les entreprises qui procédaient à des cessions d'actifs.

Il est important de se rappeler qu'être le propriétaire naturel d'une entreprise ne signifie pas forcément qu'il s'agit d'une activité prestigieuse et appréciée de tous. Parfois, cela signifie simplement réaliser que rester propriétaire est la meilleure option. De nombreuses entreprises possèdent des activités dont la VAN est faible. Si elle est négative et que personne d'autre ne peut faire mieux, il faut la fermer ou, du moins, s'en désengager au mieux. Mais si vous possédez une entreprise avec une VAN légèrement positive pour l'avenir, même en tirant tous les leviers possibles, vous restez peut-être le propriétaire naturel de cette

entreprise. Même si ce n'est pas une activité prestigieuse, si sa VAN est positive, il vaut mieux la conserver. En fait, vous pourriez même en acquérir quelques autres pour gagner en envergure, si cela présente des avantages. On pourrait toutefois objecter que si l'on prend en compte la charge de travail des dirigeants et que cette activité consomme plus de ressources que nécessaire, cela pourrait justifier son abandon.

Tim Koller : Permettez-moi de jouer l'avocat du diable un instant, en reprenant un argument que j'ai entendu. Ces vingt dernières années, de nombreuses combinaisons inattendues ont généré une valeur considérable, remettant en question la validité du concept de propriétaire naturel. Dès lors, le cadre théorique initialement conçu est-il encore pertinent aujourd'hui ?*

Rob McLean : Je pense que le concept de propriétaire naturel reste valable et pertinent, d'une manière nouvelle. Dans le monde actuel, les analystes et les actionnaires ont des opinions très tranchées sur la composition idéale d'un portefeuille . Les entreprises ne peuvent plus se permettre de rester les bras croisés et de faire ce qui leur plaît. Elles sont soumises à la pression d'être propriétaires d'activités qu'elles maîtrisent réellement. On le constate chez des entreprises comme BHP et Rio Tinto. Elles possédaient des activités qui ne leur plaisaient pas ou dans lesquelles elles ne voyaient pas d'avenir, et elles s'en sont désengagées. BHP a abandonné la sidérurgie, par exemple

.

John Stuckey : Oui, je pense que cela reste vrai. L'acquisition de 21st Century Fox par Disney en 2019 en est un bon exemple. Rupert Murdoch a conclu que Fox n'était plus le propriétaire naturel de ces actifs, compte tenu de l'évolution des secteurs de la télévision et du streaming. Selon la version officielle, Murdoch aurait approché Disney en leur disant en substance : « Vous êtes au moins l'un des propriétaires potentiels les plus légitimes de cette entreprise. Seriez-vous intéressés par son rachat ? » Et ils ont accepté.

Whitney Zimmerman : L'avènement de l'IA générative fait évoluer de manière intéressante le concept de propriétaire naturel. Le potentiel croissant de l'IA à transformer rapidement les capacités des entreprises implique que nombre

d'entre elles repensent, ou devraient repenser, leur identité et leur potentiel. De ce fait, la définition de propriétaire naturel est moins figée qu'auparavant. Parallèlement, l'IA réduit le coût de création de nouvelles entreprises, ce qui accroît le nombre d'actifs potentiels qu'elles pourraient posséder. Cette double dynamique rend plus pertinent que jamais de se poser régulièrement la question : « Suis-je, ou pourrais-je être, le propriétaire naturel de cet actif ? »

John Stuckey : Oui, l'IA introduit une incertitude considérable. Personne ne sait exactement comment elle évoluera. Pour la plupart des entreprises, la meilleure stratégie n'est pas de tout miser, mais de multiplier les options à moindre coût, d'expérimenter et d'apprendre. En fin de compte, l'IA n'a d'intérêt que si elle augmente le chiffre d'affaires ou réduit les coûts. Si elle ne contribue pas à l'un de ces deux objectifs ou si elle ne réduit pas l'intensité capitalistique, elle ne crée pas de valeur.

Bien que l'IA soit un domaine récent, les entreprises avec lesquelles nous avons collaboré sur le concept de propriétaire naturel ont toujours dû se confronter à ces questions. Différentes versions de ce que pourrait devenir cette entreprise, et des choix difficiles pour les dirigeants, ont toujours été envisagés. Ils ont toujours dû se demander : « Quelles sont nos compétences uniques ? » et « Pourquoi sommes-nous le propriétaire naturel ? » Et il faut une raison plus convaincante que des arguments comme « Nous en sommes propriétaires depuis 100 ans » ou le cliché « C'est dans notre ADN ».

Tim Koller : Un dernier mot sur ce que les entreprises devraient faire pour créer davantage de valeur ?

John Stuckey : Ils ne doivent pas perdre de vue cette vérité éternelle : investir dans des entreprises en croissance est le moyen le plus sûr d'obtenir des rendements supérieurs, à condition, bien sûr, d'en être le propriétaire naturel.

Rob McLean : Comme nous l'avons constaté, les acquisitions dont on est le propriétaire naturel offrent d'immenses opportunités de création de valeur, notamment, mais pas exclusivement, dans le secteur technologique. Orienter la

planification stratégique en fonction de ce statut de propriétaire naturel apporte une perspective nouvelle à un processus trop souvent cantonné à des changements progressifs.