

Actionnaires actifs : un modèle d'activisme long terme adapté au marché européen

Mai 2016

Conatus Finance, SAS au capital de 53 354€, RCS Paris 498 452 309
33, rue Réaumur - 75003 Paris

Orias n°13000554

Conseil en Investissements Financiers n° D008235 membre de la CNCIF
agrée par l'AMF

Sous le contrôle de l'ACP, 61 rue Taitbout, 75346 Paris Cedex 9

www.conatusfinance.com



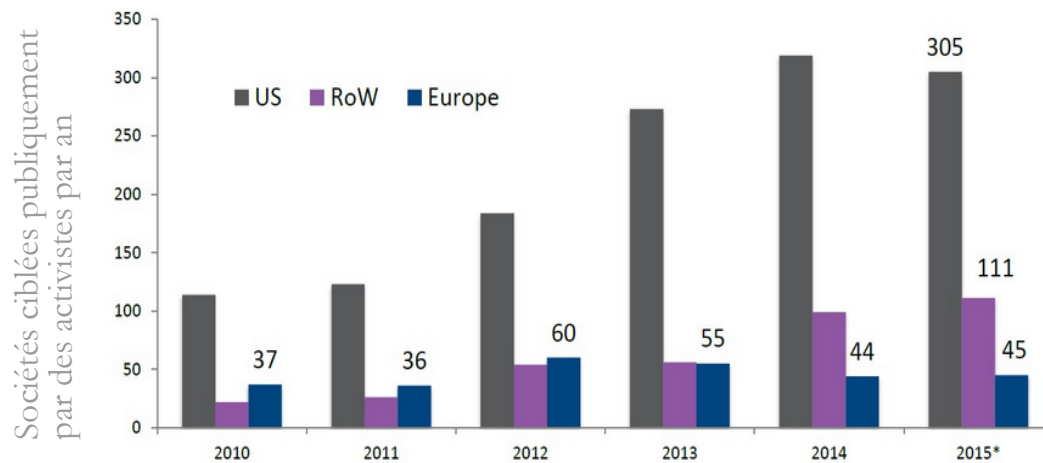
Une stratégie en fort développement

Conatus Finance

Les fonds activiste gèrent environ **163 milliards de dollars**.

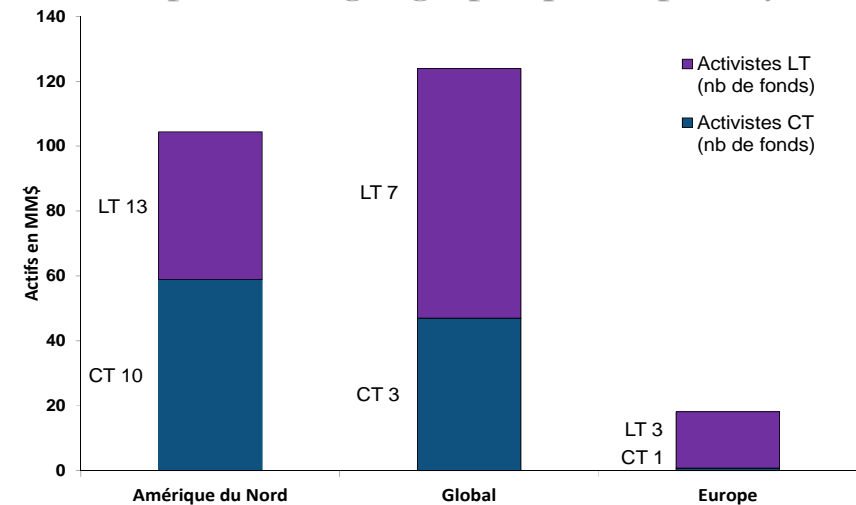
Les encours sous gestion ont été multipliés par 6 au cours des 10 dernières années.

Croissance de l'investissement activiste



Source: Activist Insight Online

Répartition géographique et par style



Le marché de l'activisme est toujours dominé par les gros fonds américains mais deux nouvelles tendances apparaissent : **un développement en Europe et un focus sur le long terme.**

Sociétés ciblées publiquement par des activistes 2010 – 2015 *

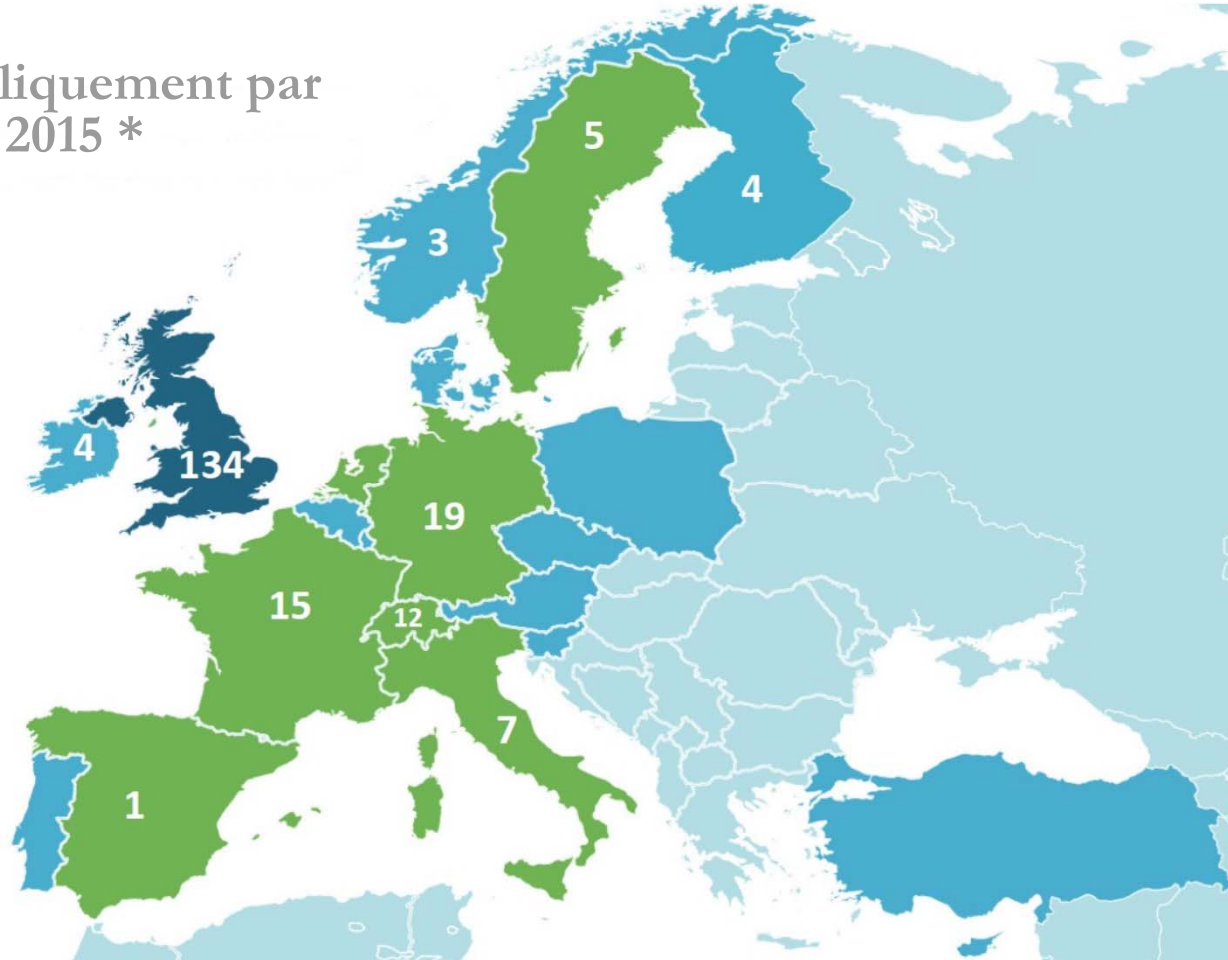
* Au 31/10/2015



Activist Insight

SchulteRoth&Zabel

Source: Activist Insight Online



Développement initial en Grande-Bretagne et maintenant dans toute l'Europe.

Différences entre actionnaires actifs et passifs

Conatus Finance

	Actionnaires passifs	Actionnaires actifs
Focus analytique	Prévision des mouvements du prix de l'action	Valeur fondamentale de la société
Approche portefeuille	Diversification pour réduire le risque	Concentré (10-12 sociétés)
Base de capital	Journalier à trimestriel	Stable (années)
Horizon d'investissement	Trimestriel ou plus court	2-3 ans
Vue sur le management, la stratégie, ...	Considéré comme acquis	Considère que tout peut changer
Sociétés qui sous-performent	A éviter	Potentiel pour un ratio rendement/risque asymétrique

Activistes « court terme » vs Activistes « long terme »

Conatus Finance

	Activiste CT = fonds activiste	Activiste LT = actionnaires actifs
Expérience	Expertise financière	Expertise dans le management
Ordre du jour	Capacité limitée à évaluer les défis opérationnels et stratégiques et les possibilités de changement	Accroître la valeur de l'entreprise : améliorations opérationnelles, réorientation stratégique/restructuration de l'entreprise, restructuration financière, amélioration de la gouvernance
Interaction	Tente d'influencer souvent par la menace et l'utilisation agressive des medias. Utilisent des leviers juridiques en menace ou en procès pour forcer la décision	Dialogue constructif avec le management et le conseil d'administration pour essayer de persuader/convaincre ; capacité à aider de l'intérieur en siégant au conseil d'administration
Valeur ajoutée opérationnelle	Aucune	Capacité à comprendre le point de vue de la direction
Moyens de création de valeur	1 ou 2 leviers	4-5 leviers
Horizon d'investissement	Court à moyen terme (jusqu'à 2 ans)	Long terme (jusqu'à 5 ans)

	Gérant Private Equity	Actionnaires Actifs	Fonds Activiste	Gérant Long Only
Positions	environ 15	10-15 core	8-10	600-100
Investissements par an	2-4	3-5	2-4	100+
Actionnariat	Majorité	Actionnaire principal	Actionnaire minoritaire	Petite part
Contrôle	Contrôle total	Influence significative	Influence	Aucun
Comité	Toujours	Quand c'est approprié et possible	Quand c'est possible	Non
Sourcing	Enchères	Petites, moyennes et grosses capitalisations	Petites, moyennes et grosses capitalisations	Marchés publics
Due diligence	Elevée	Elevée	Moyenne	Faible
Titres	Long only - privé	Long	Long	Long only
Prix	Premium	Marché	Marché	Marché
Levier	Elevé	Aucun ou faible	Aucun ou faible	Aucun
Valeur ajoutée	Influence à travers le comité d'investissement	Influence à travers un dialogue constructif avec le comité et le management	Influence par la menace et les médias	Aucun
Sortie	Illiquide (enchère ou IPO)	Marché public ou vente pure, OPA	Marché public ou vente pure	Marché public

Quelques grands fonds activistes dans le monde

Conatus Finance

Liste de fonds activistes avec un AUM d'au moins 500 millions de \$.

Amérique du Nord

Investisseurs activistes	Localisation	date création	stratégie	AUM (en Milliards\$)
Pershing Square Capital Management	New York, NY	2004	CT	14,0
Triam Fund Management	New York, NY	2005	CT	11,3
JANA Partners	New York, NY	2001	CT	8,0
Corvex Management	New York, NY	2011	CT	7,5
Icahn Associates Corp.	New York, NY	1985	CT	7,0
Starboard Value	New York, NY	2011	CT	4,7
Marcato Capital Management	San Francisco, CA	2010	CT	3,8
Standard General	New York, NY	2007	CT	1,3
Sarissa Capital Management	Greenwich, CT	2012	CT	0,8
Bulldog Investors	Saddle Brook, NJ	1992	CT	0,6
ValueAct Capital Management	San Francisco, CA	2000	LT	19,4
Greenlight Capital	New York, NY	1996	LT	8,6
MHR Fund Management	New York, NY	1996	LT	5,0
Blue Harbour Group	Greenwich, CT	2004	LT	3,4
Sachem Head Capital Management	New York, NY	2013	LT	2,6
H Partners Management	New York, NY	2005	LT	1,5
Lion Point Capital	New York, NY	2014	LT	1,0
Legion Partners	Beverly Hills, CA	2012	LT	0,8
MFP Investors	New York, NY	1998	LT	0,8
FrontFour Capital	Greenwich, CT	2006	LT	0,7
Breeden Capital Management	Greenwich, CT	2005	LT	0,7
Buffett Partnership Limited	Omaha, NE	1957	LT	0,6
Red Mountain Capital Partners	Los Angeles, CA	2005	LT	0,5

Global

Investisseurs activistes	Localisation	date création	stratégie	AUM (en Milliards\$)
Elliott Management Corporation	New York, NY	1977	CT	27,0
Third Point	New York, NY	1995	CT	19,0
Sandell Asset Management	New York, NY	1998	CT	1,0
Baupost Group	Boston, MA	1982	LT	27,0
BlueMountain Capital	New York, NY	2003	LT	22,0
Perry Capital	New York, NY	1988	LT	10,0
TCI Fund Management	London, United Kingdom	2003	LT	6,9
TPG-Axon Capital Management	New York, NY	2005	LT	4,5
QVT Financial	New York, NY	2003	LT	4,0
West Face Capital	Toronto, Canada	2006	LT	2,5
Amber Capital	New York, NY	2005	LT	1,9
GO Investment Partners	London, United Kingdom	2004	LT	0,8

Europe

Investisseurs activistes	Localisation	date création	stratégie	AUM (en Milliards\$)
Knight Vinke Asset Management	Monaco	2003	CT	0,8
Cevian Capital	Stockholm, Sweden	2002	LT	15,1
Polygon Investment Partners	London, United Kingdom	2002	LT	1,5
Primestone	London, United Kingdom	2015	LT	1,0

Actionnaires Actifs, Process : Sourcing et due diligence

Conatus Finance

- **Sourcing** (de 3 à 6 mois) : choix parmi un grand nombre de sociétés cotées non contrôlées
 - Réseaux du fonds : investisseurs private equity, banquiers d'investissement, consultants, chasseurs de tête, investisseurs publics, ...
 - Thématiques industrielles : consolidation, changements dans la régulation, changement technologique, ...
 - Evènements : fusions/acquisitions, dégradation de note, changement de management, nouvelles sur les concurrents/acheteurs, ...
 - Sourcing systématique : actions pas chères, bilans surcapitalisés, entreprises sous performantes
- **Due diligence opérationnelle et financière approfondie :**
 - Opérationnelle : rendez-vous avec le management, visites sur site, analyse des débouchés, compétitivité de la société, ...
 - Financière : analyse traditionnelle en profondeur, analyse détaillée de la structure de la dette, ...

Construction d'un plan détaillé et atteignable visant à améliorer la valeur de la société

Actionnaires Actifs, Process : Création de valeur

Conatus Finance

- **Gouvernance d'entreprise :**
 - Composition appropriée du conseil d'administration
 - Renforcer le management
 - Alignement d'intérêts du management et des actionnaires
- **Changements stratégiques :**
 - Identifier et se concentrer sur les activités stratégiques
 - Vendre les activités non stratégiques
 - Explorer des nouveaux marchés et des nouvelles catégories de produits
- **Amélioration opérationnelle :**
 - Rentabilité et meilleure utilisation des actifs
 - Etablissement d'objectifs pour les revenus et les coûts
 - Optimisation des prix
- **Restructuration financière :**
 - Se concentrer sur le fonds de roulement et la génération de cash flows
 - Programme de rachat d'actions, de versement de dividendes
 - Optimiser le niveau de dette, la structure, la maturité et le coût

Actionnaires Actifs, Process : Surveillance et sortie

Conatus Finance

- **Suivi des investissements**

- Examen hebdomadaire : progression vs plan (actions qui doivent être menées), projections financières, prix cible, planning de sortie, ...
- Questions sur l'investissement et conditions de sortie : est-ce toujours le meilleur investissement pour le fonds ? L'objectif de rendement est-il toujours en adéquation avec le fonds ?
- Siège au board le cas échéant

- **Suivi du portefeuille**

- Projections financières et de la valeur du portefeuille
- Recherche de nouvelles opportunités d'investissement
- Sorties projetées
- Risque de concentration du portefeuille

- **Sortie en vendant directement sur le marché ou à des conditions particulières (blocs)**

Un exemple en Europe : Cevian

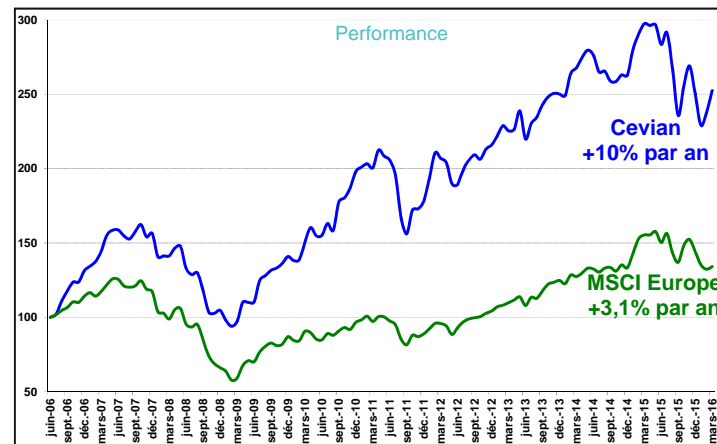
Conatus Finance

Le fonds investit dans des sociétés de premier ordre dans leurs secteurs d'activité mais avec un potentiel d'amélioration significatif qui n'est pas reconnu par le marché. Leurs investissements sont principalement basés en Europe du Nord (Allemagne, Grande-Bretagne, Scandinavie).

Ils travaillent conjointement avec les dirigeants de ces sociétés, favorisant une approche constructive à travers des améliorations opérationnelles, une réorientation stratégiques ou une restructuration de l'entreprise, une restructuration financière, une amélioration de la gouvernance d'entreprise.

Portefeuille concentré de 10 à 14 positions, cherchent à au moins doubler la valeur de leurs investissements dans une période de trois ans, la durée moyenne de détention est de quatre à cinq ans. Tentent d'être le plus grand actionnaire afin d'avoir un siège au conseil d'administration.

Actifs sous gestion
11 milliards €



Portefeuille

Grandes Capitalisations

- ABB (48,8MM\$)
- Volvo (41,6MM€)
- Danske Bank (24,3MM€)
- ThyssenKrupp (11MM€)
- Rexel (3,9MM€)
- Valmet (1,5MM€), ...

Un exemple aux US : ValueAct

Conatus Finance

ValueAct est un fonds focus Amérique du Nord qui se concentre sur l'acquisition de participations importantes dans un nombre limité de sociétés qu'il juge sous-évaluées. Il essaye d'être l'actionnaire principal de ces sociétés.

Orienté sur la gouvernance d'entreprise, il siège au conseil de surveillance de nombre de ses investissements. Il travaille en collaboration étroite avec les équipes dirigeantes des entreprises de son portefeuille et évite tout conflit avec celles-ci. Jeff Ubben ne rend généralement pas public ses plans de création de valeur pour l'entreprise, privilégiant les échanges directs avec les équipes dirigeantes.

Il sélectionne des sociétés dans des secteurs d'activité simples à valoriser, avec une forte croissance des flux de trésoreries, et souffrant d'une forte décote due à divers facteurs facilement identifiables.

Actifs sous gestion
19 milliards \$

Performance
**15,5% net par an
depuis lancement
(10/2000) vs +4.3%
pour le SP500**

Portefeuille

- Grandes Capitalisations
- Microsoft (384,9MM\$)
 - Twenty First Century (56,5MM\$)
 - Adobe (46,2MM\$)
 - Motorola (12,9MM\$)
 - Valeant (12,2MM\$),...

Un exemple en France : le Fonds Stratégique de Participations

Conatus Finance

Créé en 2012, cette Sicav d'investissement est détenue par 6 assureurs majeurs en France (BNP Paribas Cardif, CNP Assurances, Crédit Agricole Assurances (via Predica), Sogécap, Groupama et Natixis Assurances).

le FSP est un actionnaire de long terme dans le capital des sociétés françaises et a pour but de contribuer au soutien de l'économie française. Chaque investissement se concrétise par une participation au conseil d'administration ou de surveillance et a pour but de proposer un soutien pérenne aux managements des sociétés.

Le fonds est géré par le groupe Edmond de Rothschild.

Actifs sous gestion
1,3 milliards €

Portefeuille

- Grandes Capitalisations
- Eutelsat (6,2MM€)
 - Zodiac (5,7MM€)
 - Arkema (5,2MM€)
 - SEB (4,9MM€)

Un exemple européen midcap : Primestone

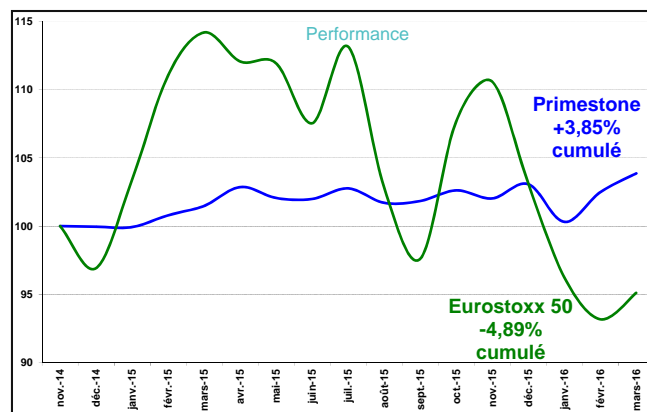
Conatus Finance

Fonds lancé en décembre 2014 L'approche est de type « Private Equity » adaptée aux midcaps européennes. Le fonds essaye d'être un catalyseur de changement en prenant des positions minoritaires importantes (5-15% du capital).

Equipe dédiée de 10 personnes : les 3 fondateurs ont plus de 60 ans d'expérience cumulée d'investissement et ont été les fondateurs et dirigeants de Carlyle Europe pendant 15 ans. Ils ont investi un montant très significatif dans le fonds.

Grande diversité géographiques des cibles : France, Allemagne, Suisse, Grande Bretagne, Benelux, Scandinavie, Autriche.

Actifs sous gestion
Autour de 1
milliard \$



Performance nette sur la partie investie
de 18,3% par an

Portefeuille

Small & Mid Cap

- UBM (3,2MM€)
- Kaba (2,3MM€)
- Corbion (1,3MM€)
- Emis Group (615M£)
- Spirent (627M€),...



Tel : + 33 1 55 34 31 25
Fax : + 33 1 55 34 31 22
Mob :+ 33 6 86 55 99 11
E-mail : jcm@conatusfinance.com