

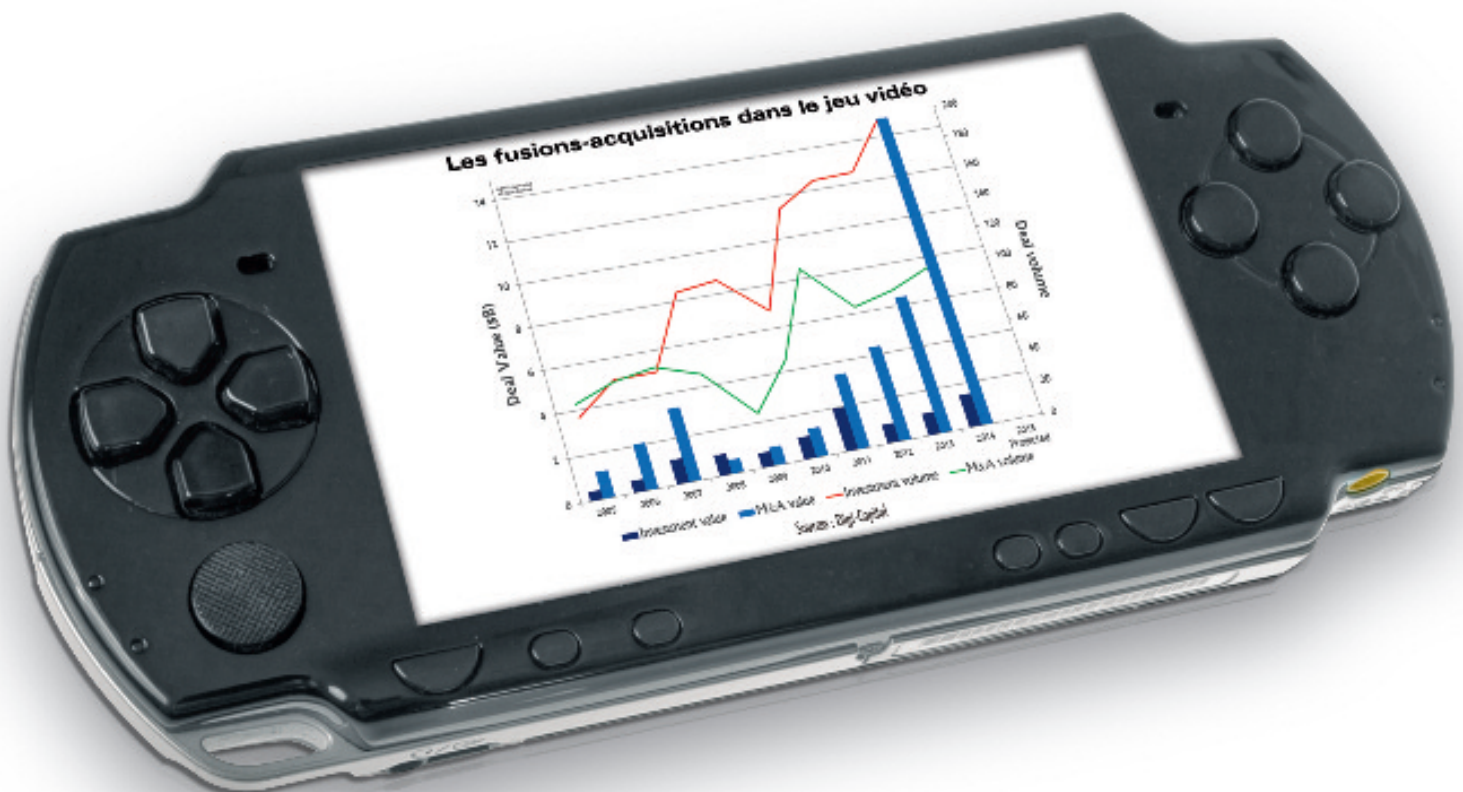


A QUI APPARTIENNENT LES ÉDITEURS DU JEU VIDÉO ?

Le raid de Vivendi sur la galaxie Guillemot et le rachat massif de King par Activision Blizzard remettent en lumière une problématique que l'on n'avait pas trop l'habitude d'évoquer dans le jeu vidéo : « Qui détient qui dans le secteur ? » Un enjeu important dans une période faste, en termes économiques et boursiers. Place des spécialistes du secteur ou des networks, stratégie des gestionnaires d'actifs, structure du capital des éditeurs (23 étudiés)... MultiMédia à la Une vous dit tout.

Pourquoi les acteurs du jeu vidéo sont-ils au centre de toutes les attentions ?

Depuis 2 ou 3 ans, les acquisitions d'acteurs du jeu vidéo se multiplient. Et cela concerne toutes les composantes : acteurs traditionnels (Activision Blizzard, bientôt Ubisoft ?) ou online (Mojang, King, Gungho, Supercell, Giant, Funplus...), développeurs (Ivory Tower, Space Apes...), médias spécialisés (Twitch mais aussi Jeuvidéo.com et Gamekult en France par exemple), spécialistes de l'e-sport (ESL, Dreamhack, Multiplay, Millenium...), de la réalité virtuelle (Oculus, Softkinetic Systems, Nimble VR...) ou des moteurs graphiques (Havok)... Tout y passe. Et le profil des acquéreurs est très varié : acteurs du secteur (Activision Blizzard, Sony, Microsoft...), networks ou holdings (Vivendi, ProSiebenSat, Softbank...), rois de l'Internet (Facebook, Amazon...), enseignes (Game), groupes de média (MTG, Webmedia...), gestionnaire d'actifs... Du coup, les prix s'envolent (1 milliard de dollars pour Twitch, 2,5 milliards pour Mojang, 5,8 milliards pour King...), tout comme les cours de bourse (comme ceux d'Electronic Arts, Activision Blizzard, Ubisoft)... Si l'on se réfère aux chiffres de Digi Capital (cf. tableau ci-dessous qui ne prend en compte que les ventes directes de studios et d'éditeurs), la tendance est très nettement haussière depuis plusieurs années, tant en valeur d'acquisition qu'en volume de vente.



Légendes des tableaux

- Holding lié au monde du divertissement ou des médias
- Gestion d'actifs
- Fondateur ou actionnaire lié à l'entreprise
- Éditeur de jeu vidéo

Existe-t-il une forte politique d'acquisition entre acteurs du jeu vidéo ?

Non, mais 2015 a connu des mouvements d'une ampleur inégalée. La tendance est au rachat des technologies et savoir-faire manquants aux acteurs du secteur plus qu'au rachat d'un concurrent direct. Activision Blizzard a ainsi racheté King, Microsoft le moteur Havok, Sony le spécialiste de la réalité virtuelle Softkinetic Systems et celui du cloud gaming Onlive, Ubisoft le studio Ivory Tower... Par contre, cela fait longtemps (depuis la fin des années 2010 avec la fusion Vivendi Games/Activision ou Square Enix rachetant Eidos) qu'un acteur traditionnel n'a pas racheté un concurrent direct, même si des rumeurs apparaissent régulièrement.

Les membres fondateurs ou du management sont-ils encore à la tête du capital de leur société ?

En moyenne non, les acteurs financiers et les gestionnaires d'actifs détiennent une grande partie du capital des éditeurs du jeu vidéo. Mais il existe pas mal d'exceptions. Il faut par ailleurs noter que les parts des actions en bourse ne reflètent que ce que les actionnaires ont bien voulu ... mettre en bourse : c'est-à-dire le « flottant ». Ainsi dans le cas de Focus, si l'on soustrait les parts des fondateurs, du management et de l'autocontrôle, il ne reste que moins de... 5%. Autre cas de figure, celui d'Activision Blizzard, où le management a procédé à un rachat massif de ses propres actions à Vivendi en 2013 alors que le management s'est allié à d'autres acteurs au sein de la structure ASAC II LP qui en est le principal actionnaire. De nombreuses entreprises sont encore détenues (avec la plupart du temps au moins des « minorités de blocages ») en partie par les fondateurs ou des membres de l'entreprise. Le cas extrême étant bien sûr Koch Media, dont les actionnaires (Messieurs Koch et Kundratiz) n'ont pas changé depuis la création. Mais on pourrait ainsi parler de la famille Guillemot qui possède plus de 15 % de Gameloft et d'Ubisoft, des Fukushima avec 27 et 30 % de Square Enix (et Masafumi Miyamaoto comme 4e plus important actionnaire), des Kozuki qui possèdent plus d'un quart de Konami, des Galante avec près de 70 % de Digital Bros, d'Alain Falc avec près de 15 % de Bigben... Même des géants



tels que Microsoft (Steve Balmer est 1er actionnaire et Bill Gates 5e) ou The Walt Disney Company (les héritiers de Steve Jobs sont 1er actionnaires) n'ont pas totalement dilué leur capital.

ACTIVISION BLIZZARD	
Actionnaire	Dehors
ASAC II LP	23,60 %
FMR LLC	7,51 %
Vivendi	5,69 %
Boston Partners	3,95 %
Ameriprise Financial, Inc.	3,16 %
The Vanguard Group	2,77 %
Wellington	2,75 %
FIL Limited	2,47 %
Neuberger Berman Group, LLC	1,93 %
BlackRock	1,73 %

BANDAI NAMCO Entertainment	
Actionnaire	Dehors
Jii YK	2,70%
Masaya Nakamura	2,68%
BlackRock	2,55%
Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ Pension Fund	2,07%
MAL Ltd.	1,98%
Nomura Asset Management Co., Ltd.	1,88%
Nintendo Co., Ltd.	1,73%
The Vanguard Group, Inc.	1,48%
BlackRock Japan Co., Ltd.	1,33%
Kadokawa Dwango Corp.	1,29%

Bethesda	
Actionnaire	Dehors
Providence Equity Partners	25 %
ProSiebenSat.1 Media	9 %
Robert A. Altman	N.C.
Jerry Bruckheimer	N.C.
Harry E. Sloan	N.C.
Leslie Moonves	N.C.

bigben	
Actionnaire	Dehors
Bolloré SA	21,10%
Alain Falc	15,60%
Chuc Hoang	4,68%
Quaero Capital SA	3,16%
Covéa Finance SAS	1,28%
Talence Gestion SAS	0,69%
Karakoram SAS	0,49%
DNCA Finance SA	0,48%
Tocqueville Finance SA	0,39%
Norges Bank Investment Management	0,35%

CAPCOM	
Actionnaire	Dehors
Capcom Co.	17,00%
Crossroad Ltd.	7,79%
Harris Associates LP	4,46%
Misako Tsujimoto	3,53%
Templeton Investment Counsel LLC	3,11%
Kenzo Tsujimoto	2,97%
Threadneedle Asset Management Ltd.	2,54%
Yoshiyuki Tsujimoto	2,46%
Haruhiro Tsujimoto	2,29%
Ryozo Tsujimoto	2,28%

Marché

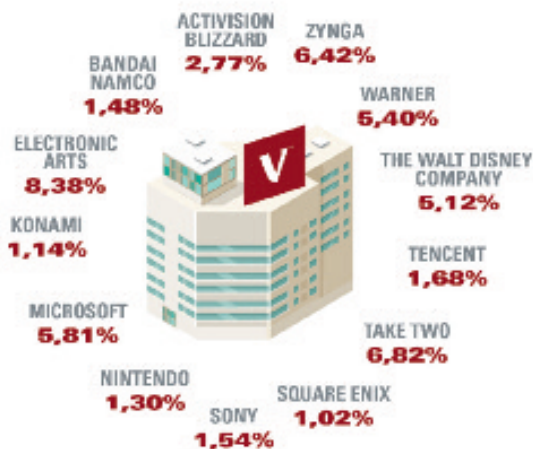
DOSSIER

par Vladimir Lelouvier

Pourquoi les gestionnaires d'actifs sont si présents dans le jeu vidéo ?

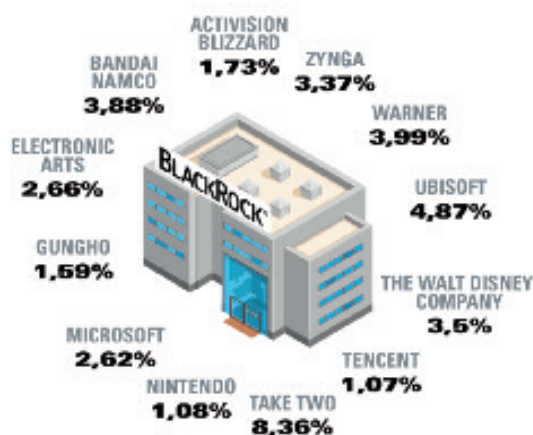
Alors que l'on aurait pu croire qu'une industrie aussi spécifique et jeune que le jeu vidéo reste dans les mains de spécialistes ou de fondateurs, il n'en est très souvent rien. Lorsque l'on regarde

Parts de Vanguard au sein du capital des éditeurs de jeu vidéo (au 12/11)



Sources : Sites éditeurs, Zonebourse, Yahoo Finance

Parts de BlackRocks* au sein du capital des éditeurs de jeu vidéo (au 12/11)



* en cumulant BlackRock et BlackRock Japan

Sources : Sites éditeurs, Zonebourse, Yahoo Finance

derrière les spécialistes du jeu online, les acteurs du jeu vidéo traditionnel voient donc leurs cours de bourse s'envoler (pour la plupart).

Comment les « gestionnaires d'actifs » interagissent-ils avec les éditeurs dont ils sont actionnaires ?

Il ne faut, de base, pas oublier que les gestionnaires d'actifs et autres fonds de pensions ont comme but de gagner de l'argent. Il existe deux grandes façons d'agir pour ces investisseurs : soit une stratégie « passive » en reproduisant des indices - Exemple (fictif), si Electronic Arts pèse 0,3 % du Nasdaq, le fonds de BlackRock indexé sur le Nasdaq comprendra 0,3 % d'Electronic Arts -, soit une stratégie plus « active » où le gestionnaire anticipe pour certaines entreprises une augmentation du cours de bourse et donc une potentielle plus-value. Ce n'est donc pas une vision « industrielle » ou de prise de pouvoir qui les guide, mais financière. Quand Vanguard a des parts importantes dans 13 éditeurs différents de notre sélection ou BlackRock dans 12, ce n'est pas pour créer un network géant ou fusionner les participations, mais pour générer du cash à court ou long terme. Donc, concrètement, ils sont, surtout pour les fonds qui reproduisent des indices, des

l'actionnariat des éditeurs de jeu vidéo, il est frappant de voir la puissance des gestionnaires d'actifs, fonds de pension, banques et autres fonds souverains : Blackrock, Vanguard, Fidelity, JP Morgan, Allianz... Le cas le plus frappant est Electronic Arts dont les 10 premiers actionnaires sont des gestionnaires d'actifs, mais on aurait pu prendre Microsoft (8 sur 10) Nintendo (7 sur 10) comme autres exemples... Cette situation n'est pas particulièrement originale dans le paysage boursier mondial. Surtout dans le cas d'un actionnariat atomisé comme celui du jeu vidéo. Les éditeurs de jeu vidéo sont en plus, sauf dans certains cas (Nintendo par exemple), rarement issus d'entreprises anciennes disposant d'importantes réserves de cash ou d'actifs, propres à financer en interne des développements. Afin d'accompagner leur croissance très rapide, les entreprises du secteur ont donc eu besoin de fonds extérieurs et dû diluer leur actionnariat auprès d'acteurs financiers. Avec comme corollaire l'affaiblissement assez rapide de la part des fondateurs et une forte volatilité des cours. Situation assez caractéristique des secteurs qui ont progressé très vite. Par ailleurs, il existe dans les investissements boursiers des modes liées aux anticipations des acteurs. Et actuellement, les fonds désinvestissent nettement des spécialistes du hardware ou de l'électronique pour se tourner (notamment) vers l'industrie des contenus. Après avoir été longtemps boudés ou être passés



Actionnaire	Dehors
Abramo Galante	34,80%
Raffaele Galante	33,20%
Digital Bros SpA	2,84%
Davide Galante	1,80%
SEI Investments Management Corp.	0,47%



Actionnaire	Dehors
The Vanguard Group	8,38
FMR LLC	6,84
Ameriprise Financial, Inc.	4,69
State Street Corporation	3,87
AllianceBernstein, L.P.	3,54
Jackson Square Partners	3,32
Artisan Partners Limited Partnership	3,08
American Century Companies	3,02
BlackRock	2,66
Standard Life Investments Ltd	2,39



Actionnaire	Dehors
Nabuboto (Denis Thébaud)	72,79%
Dirigeants	9,42%
Innelec Multimédia	6,60%
Salariés	6,37%
Autocontrôle	0,57%



Actionnaire	Dehors
Vivendi SA	26,69%
Guillemot Family	16,63%
Fidelity Management & Research Co.	9,85%
Amber Capital (UK) LLP	9,79%
Allianz Global Investors GmbH	6,07%
Montanaro Asset Management Ltd.	4,82%
DNB Asset Management AS	3,90%
FIL Investment Advisors (UK) Ltd	3,25%
Polar Capital LLP	1,99%
Norges Bank Investment Management	1,74%



Actionnaire	Dehors
SoftBank Group Corp.	25,80%
Taizo Son	21,50%
GungHo Online Entertainment	9,30%
Son Equities KK	5,98%
BlackRock	1,04%
Kazuki Morishita	0,95%
Son Investment Godo Kaisha	0,95%
BlackRock Fund Advisors	0,54%
TOBAM SAS	0,28%
APG Asset Management NV	0,27%

Légendes des tableaux



actionnaires relativement peu virulents, tant que cela... va bien ou qu'ils n'ont pas une offre plus intéressante. Dans le cas contraire, c'est le « pragmatisme » qui l'emporte.

Existe-t-il des participations croisées entre les acteurs du secteur ?

Cela a été le cas mais cela ne l'est quasiment plus. On retrouve bien Dena dans le capital de Nintendo, Nintendo dans celui de Bandai Namco ou de Dena ou Tencent au sein de la structure ASAC II LP qui détient en grande partie Activision Blizzard. Mais ce sont les exceptions qui confirment la règle. Désormais, et comme c'est le cas de plus en plus globalement dans la finance mondiale, rares sont les actionnaires « dormants » dans le capital d'un concurrent. Les fonds immobilisés ne peuvent être en effet réinvestis pour son propre développement ou être reversés à ses actionnaires. Surtout, c'est considéré (souvent à raison) comme un geste hostile. Il faut se souvenir de la levée de bouclier très vive qui avait eu lieu quand Electronic Arts avait racheté une partie du capital d'Ubisoft il n'y a pas si longtemps. La tendance est donc actuellement plutôt à s'abstenir ou... à racheter son concurrent ou son partenaire. Quitte à le faire en plusieurs temps. Les éditeurs revendent donc ces dernières années souvent les parts qu'ils avaient dans leurs concurrents : Sony dans Square Enix, Ubisoft dans Gameloft, Electronic Arts dans Ubisoft...

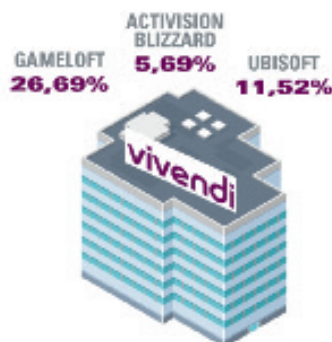
Peut-on diriger une entreprise avec 10 ou 20 % du capital ?

Non, mais on est très écouté. Surtout quand le capital est très fragmenté et que les principaux actionnaires sont des gestionnaires d'actifs. Par ailleurs, certaines actions donnent (comme celles des Guillemot chez Ubisoft) en plus des voix supérieures au sein du conseil d'administration. Quand une holding ou un éditeur s'offre 10 à 20 % d'un autre acteur, c'est donc soit qu'il a des alliés dans la place, soit qu'il a une idée derrière la tête...

Les grandes holdings de l'entertainment sont-elles représentées dans les éditeurs de jeu vidéo ?

Assez peu, mais il existe des exceptions notables. Les plus frappantes sont évidemment Warner et The Walt Disney Company qui ont leur propre division jeu qui fonctionne bien. En fait, très souvent, les « networks » tentent de se lancer sur le secteur avec (le plus fréquemment) des échecs assez retentissants. La raison principale de ces échecs répétés est que ces networks n'y ont vu que la possibilité d'exploiter leurs franchises.

Parts de Vivendi* au sein du capital des éditeurs de jeu vidéo (au 23/11)



* Bolloré SA détient 21,1% de Bigben Interactive et 14,4% de Vivendi
Sources : Sites éditeurs, Zonebourse, Yahoo Finance

et 26,69 % au 7 décembre) alors que Bolloré SA (actionnaire principal de Vivendi) détient 21,1 % de Bigben. Mais les networks gardent le jeu vidéo dans leur viseur et tentent de revenir souvent par d'autres biais (MTG vient par exemple d'acquérir récemment l'ESL et Dreamhack, GSN a racheté Bash Gaming).

Peut-on encore parler d'actionariat ?

Oui et non. Les éditeurs de jeu vidéo sont par essence des entreprises mondialisées cherchant à produire et vendre leurs produits dans un maximum de pays et via de multiples canaux de distribution. Il est donc logique que leurs actionnaires viennent d'horizons assez différents en termes de pays. Une société comme Sony ne compte ainsi aucun actionnaire japonais dans ses 10 premiers actionnaires. Et pourtant, force est de constater que les importants actionnaires d'un



Actionnaire	Dehors
n.c.	n.c.

KONAMI

Actionnaire	Dehors
Kozuki Foundation	11,60%
Kozuki Holding BV	10,90%
Nomura Asset Management Co., Ltd.	5,89%
Kozuki Capital Corp.	4,91%
Konami Holdings Corp.	3,41%
Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc.	2,80%
Nikko Asset Management Co., Ltd.	2,71%
Daiwa Asset Management Co. Ltd.	2,66%
Mitsubishi UFJ Kokusai Asset Management Co., Ltd.	1,55%
The Vanguard Group	1,14%



Actionnaire	Dehors
Steven Ballmer	4,17%
Vanguard Group	5,81%
Capital World Investors	4,42
State Street Corporation	3,89
Williams Gates	2,79%
BlackRock	2,62
Wellington	1,74
Bank of New York Mellon Corporation	1,73
Price (T.Rowe) Associates Inc	1,72
FMR LLC	1,64



Actionnaire	Dehors
Nintendo Co., Ltd.	15,20%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	11,50%
Capital Research & Management Co. (Global Investors)	6,34%
The Bank of Kyoto, Ltd.	4,15%
Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ Pension Fund	3,36%
Dodge & Cox	3,36%
Katsuhito Yamauchi	1,98%
The Vanguard Group	1,30%
DeNA	1,24%
BlackRock	1,08%



Actionnaire	Dehors
Yasuhiro Fukushima	19,30%
Fukushima Family	7,98%
Invesco Asset Management (Japan) Ltd.	7,32%
Masafumi Miyamoto	4,13%
Templeton Investment Counsel LLC	1,16%
Vanguard Group	1,02%
Alkeon Capital Management LLC	1,00%
Daiwa Asset Management Co. Ltd.	0,98%
Mitsubishi UFJ Kokusai Asset Management Co., Ltd.	0,64%
Nomura Asset Management Co., Ltd.	0,62%

Marché

DOSSIER par Vladimir Lelouvier



éditeur sont très régulièrement issus de leur pays de base. Sans même parler des Etats-Unis, dont sont issus les plus grands gestionnaires d'actifs (Vanguard, BlackRock, Fidelity...) qui trustent les premières places chez les éditeurs américains (mais aussi souvent dans les autres pays), on peut étendre l'analyse aux autres pays. Si l'on prend le cas de la France, 4 des 7 plus gros actionnaires d'Ubisoft sont français, comme les 6 premiers de Focus, les 2 premiers de Gameloft ou les 9 premiers de Bigben. Au Japon, les actionnaires nippons représentent 5 des 10 premiers actionnaires de Konami et Nintendo, 7 sur 10 chez Gungho ou 8 sur 10 chez Bandai Namco. Comment l'expliquer ? En fait, plus qu'une histoire de patriotisme, on peut l'expliquer par deux grandes raisons. Premièrement, les fondateurs sont par essence issus dans la grande majorité des cas du pays d'origine de leur entreprise. Deuxièmement, dans le cas d'un acteur extérieur, si des gestionnaires d'actifs peuvent simplement répliquer des indices boursiers de manière automatique, la plupart investissent sur des entreprises sur lesquelles ils ont une connaissance ou grâce auxquelles ils peuvent avoir un accès aisé à des sources d'informations. Il est par exemple évidemment plus facile pour une holding ou gestionnaire d'actifs d'avoir des tuyaux ou de rencontrer le directeur financier ou le DG de Gungho ou de Konami que celui de Take 2 ou d'Ubisoft.

UBISOFT

Actionnaire	Dehors
Famille Guillemot	15,24 %
Vivendi	11,52 %
FMR LLC	9,99 %
FIL Limited	4,90 %
BlackRock	4,87 %
FCPE Ubi Actions	0,82 %
Autocontrôle	0,35 %

The Walt Disney Company*

Actionnaire	Dehors
Powell Laurene Jobs Trust	7,71%
Vanguard Group	5,12%
SSgA Funds Management	3,82%
BlackRock	3,50%
Fidelity Management & Research Co.	3,07%
State Farm Investment Management Corp.	2,50%
Massachusetts Financial Services Co.	1,84%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	1,83%
Northern Trust Investments, Inc.	1,40%
T. Rowe Price Associates, Inc.	1,35%

*The Walt Disney Company et TimeWarner ont une division jeu vidéo

Légendes des tableaux

- Holding lié au monde du divertissement ou des médias
- Gestion d'actifs
- Fondateur ou actionnaire lié à l'entreprise
- Editeur de jeu vidéo

SONY

Actionnaire	Dehors
Primecap Management Company	3,63
Vanguard	1,54
Gamco Investors Inc	0,48
Gabelli Funds, LLC	0,24
Renaissance Technologies, LLC	0,24
Thornburg Investment Management Inc.	0,18
Morgan Stanley	0,18
Arlington Value Capital, LLC	0,17
Dimensional Fund Advisors LP	0,16
FMR LLC	0,15

TimeWarner*

Actionnaire	Dehors
The Vanguard Group	5,40%
Massachusetts Financial Services Co.	5,29%
Dodge & Cox	4,56%
BlackRock	3,99%
SSgA Funds Management, Inc.	3,90%
JPMorgan Investment Management, Inc.	2,94%
Capital Research & Management Co. (Global Investors)	2,44%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	2,15%
T. Rowe Price Associates, Inc.	1,67%
AllianceBernstein LP	1,35%

KOCH MEDIA

Actionnaire	Dehors
Franz Koch	N.C.
Klemens Kundratiz	N.C.

zynga

Actionnaire	Dehors
Capital Research & Management Co. (World Investors)	10,20%
Eminence Capital LP	9,66%
The Vanguard Group	6,42%
Luxor Capital Group LP	5,05%
Contour Asset Management LLC	3,72%
BlackRock Fund Advisors	3,37%
Dimensional Fund Advisors LP	2,60%
SRS Investment Management LLC	2,24%
Millennium Management LLC	1,62%
Morgan Stanley & Co. LLC	1,59%

T2

Actionnaire	Dehors
BlackRock	8,36%
The Vanguard Group	6,82%
Greenlight Capital, Inc.	4,87%
Ivory Investment Management LP	4,79%
AllianceBernstein LP	3,83%
Dimensional Fund Advisors LP	2,83%
RS Investment Management Co. LLC	2,69%
Millennium Management LLC	2,66%
Impala Asset Management LLC	2,36%
JPMorgan Investment Management, Inc.	2,25%

Tencent 腾讯

Actionnaire	Dehors
Naspers Ltd.	33,50%
Hua Teng Ma	9,37%
The Vanguard Group	1,68%
BlackRock	1,07%
T. Rowe Price Associates, Inc.	0,88%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	0,76%
OppenheimerFunds, Inc.	0,70%
Schroder Investment Management Ltd.	0,70%
Norges Bank Investment Management	0,59%
State Street Global Advisors Asia Ltd.	0,56%

Date de sélection des actionnaires : 12/11/15 pour Ubisoft et Gameloft 09/12 - Sources : Sites éditeurs, Zonebourse, Yahoo Finance