

NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RELATIVE À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR LA SOCIETE

Amboise

Présentée par



Note en réponse établie par ALTAMIR



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a apposé le visa n°18-301 en date du 10 juillet 2018 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Altamir et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet LEDOUBLE, représenté par M. Olivier Cretté et M Sébastien Sancho, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de ALTAMIR (www.altamir.fr) et des exemplaires peuvent être obtenus sans frais auprès de :

ALTAMIR

1, rue Paul Cézanne

75008 Paris

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de ALTAMIR seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre	4
1.2 Retrait obligatoire – Radiation de la cote	5
1.3 Conditions de l'Offre	5
1.3.1 Termes de l'Offre	5
1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre	6
1.3.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre	6
1.3.4 Seuil de caducité	7
1.3.5 Possibilité de renonciation à l'Offre	7
1.3.6 Réouverture de l'Offre	7
2. CONTEXTE DE L'OFFRE	7
2.1. Situation de l'Initiateur au regard d'Altamir	7
2.2. Stipulations particulières des contrats conclus par l'Initiateur avec certains actionnaires	8
2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société	10
2.4. Titres donnant accès au capital	11
3. MOTIFS DE L'OFFRE	11
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	13
4.1. Membres du Conseil ayant participé à la réunion	13
4.2. Décisions du Conseil	13
5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	16
6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	16
7. AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE	16
8. ACCORDS	16
9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE – ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE	16
9.1. Structure et répartition du capital de la Société	16
9.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions	17
9.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce	17
9.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	17
9.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	17
9.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	17

9.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	17
9.8. Pouvoirs de la Gérance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	17
9.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	18
9.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	18
10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
11. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	19
12. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	19

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 231-13 et suivants et 232-1 du Règlement Général de l'AMF, la société Amboise SAS, société par actions simplifiée au capital de 59 640 euros, dont le siège social est situé 1 rue Paul Cézanne 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 306 127 721 (« **Amboise** » ou l'« **Initiateur** »), a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la société Altamir, société en commandite par actions au capital de 219 259 626 euros, dont le siège social est situé au 1, rue Paul Cézanne 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 390 965 895 (« **Altamir** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions ordinaires (les « **Action(s)** »), dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** »), et reprises dans la présente note en réponse (l'« **Offre** »), au prix unitaire (le « **Prix d'Offre** ») de :

- 17,36 euros par Action avant détachement du dividende (coupon attaché)
- 16,71 euros par Action après détachement du dividende (coupon détaché).

L'assemblée générale ordinaire des actionnaires de la Société a approuvé le 26 avril 2018, la distribution d'un dividende de 0,65 euro par Action, qui a été détaché le 23 mai 2018 et mis en paiement le 25 mai 2018.

Les Actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (« Euronext Paris ») - Compartiment B - sous le code ISIN FR0000053837 (mnémonique : LTA).

A la date du dépôt du projet de note d'information, l'Initiateur détenait avec la société Amboise Partners SA¹, 10 736 674 Actions, représentant 29,41 % des Actions² et des droits de vote³ de la Société, sur la base d'un nombre total de 36 512 301 Actions représentant 99,95% du capital⁴ et 100% des droits de vote (Cf. tableau de répartition du capital au paragraphe 2.3 de la présente note en réponse). Il est précisé que l'Initiateur a acquis, le 11 mai 2018, 198.000 Actions de la Société, à un cours de 17,29 euros par Action⁵. A la date de la présente note, l'Initiateur détient donc avec la société Amboise Partners SA, 10 934 674 Actions, représentant 29,95% des Actions et des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre vise la totalité des Actions existantes de la Société et non détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement, seul ou de concert), soit, à la date de la présente note en réponse, 25 577 627 Actions, en ce compris, 26 486 Actions auto-détenues, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre.

L'Offre ne vise pas les actions de préférence sans droit de vote (les « **actions B** »), soit à la date de la présente note en réponse, 18 582 actions B, représentant 0,05% du capital de la Société. Il est rappelé que conformément à l'article 10.2 des statuts de la Société, les actions B ne peuvent être détenues que par la Société, le Gérant, la société de conseil en investissements ou ses salariés ou mandataires sociaux ou une société civile composée de ces personnes. Ainsi, l'Initiateur ne peut pas se porter acquéreur des actions B et l'intégralité de leurs porteurs a renoncé expressément au bénéfice de l'Offre, en tant que de besoin (Cf. paragraphe 2.2 de la présente note en réponse).

¹ La société Amboise Partners SA (R.C.S. Paris 309 044 840) est détenue à 99,9 % par Amboise.

² Sauf mention expresse contraire, les pourcentages de détention d'actions sont calculés, au titre de la présente note en réponse, sur la base du nombre total d'Actions, soit, à la date d'établissement de la présente note en réponse, 36 512 301 Actions.

³ Sauf mention expresse contraire, les pourcentages en droits de vote sont calculés, au titre de la présente note en réponse, sur la base du nombre de droits de vote théoriques (calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions auto-détenues et privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF), soit 36 512 301 droits de vote théoriques à la date de la présente note. Les actions B ne sont ainsi pas prises en compte au dénominateur.

⁴ Sauf mention expresse contraire, les pourcentages en capital sont calculés, au titre de la présente note en réponse, sur la base de la somme des Actions et des actions B composant le capital de la Société, soit, à la date d'établissement de la présente note en réponse, 36 530 883 actions Altamir (36 512 301 Actions et 18 582 actions B).

⁵ Avis AMF n° 218C0892 du 18 mai 2018 (Déclaration des achats et ventes pendant une offre publique).

Il est précisé que plusieurs actionnaires de la Société qui détiennent au total 4 165 000 Actions, représentant 11,41 % des Actions et des droits de vote se sont engagés à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre et à les conserver, sauf en cas d'offre concurrente (les « **Engagements de Non Apport** ») (Cf. paragraphe 2.2 de la présente note en réponse).

A l'exception des Actions et des actions B, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

En conséquence, compte tenu des Engagements de Non Apport à l'Offre reçus par l'Initiateur et de l'engagement de la Société de ne pas apporter les 26 486 Actions auto-détenues à l'Offre, à la date de la présente note en réponse, le nombre maximum d'Actions pouvant être apportées à l'Offre serait de 21 386 141, soit 58,57 % des Actions et des droits de vote.

L'Offre est volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF tel que décrit au paragraphe 1.3.4 de la présente note en réponse.

1.2 Retrait obligatoire – Radiation de la cote

L'Initiateur a indiqué dans sa Note d'Information qu'il ne demandera pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire tel que prévu aux articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF dans l'hypothèse où les Actions détenues par les actionnaires autres que l'Initiateur et Amboise Partners SA, ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre (ou le cas échéant de l'Offre Réouverte).

L'Initiateur a également indiqué dans sa Note d'Information que son intention était de maintenir l'admission des Actions aux négociations sur Euronext Paris à l'issue de l'Offre (et le cas échéant de l'Offre Réouverte). Ainsi, il a indiqué qu'il ne demandera pas à Euronext Paris la radiation des Actions d'Euronext Paris.

1.3 Conditions de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, le 4 mai 2018, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **Crédit Agricole CIB** ») a déposé auprès de l'AMF, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, l'Offre et le projet de note d'information pour le compte de l'Initiateur, et en a garanti la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est volontaire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

L'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, les Actions visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation au Prix de l'Offre par Action.

Le Prix de l'Offre est de :

- 17,36 euros par Action avant détachement du dividende
- 16,71 euros par Action après détachement du dividende.

L'assemblée générale ordinaire des actionnaires de la Société a approuvé le 26 avril 2018 la distribution d'un dividende de 0,65 euro par Action, qui a été détaché le 23 mai 2018 et mis en paiement le 25 mai 2018.

1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre, d'une part, la date de dépôt du projet d'Offre (incluse), et d'autre part, la date de règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (exclue), la Société procéderait à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, le Prix d'Offre par Action sera ajusté en conséquence pour tenir compte de cette Distribution.

Pour les besoins du présent paragraphe, le terme « **Distribution** » signifie le montant par action de toute distribution, de quelque nature que ce soit, d'un dividende, d'un acompte sur dividende, de réserves ou de primes par la Société, ou de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital ou rachat de ses propres actions pour un prix par action supérieur au Prix d'Offre par Action, à l'exception du versement du dividende de 0,65 euro par Action approuvé par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires de la Société le 26 avril 2018 et mis en paiement le 25 mai 2018.

Tout ajustement du Prix de l'Offre par Action ferait l'objet de la diffusion d'un communiqué de presse par l'Initiateur.

1.3.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du dépôt du projet de note d'information, l'Initiateur détenait, avec la société Amboise Partners SA, 10 736 674 Actions, représentant 29,41% du capital et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 36 512 301 Actions représentant 99,95% du capital et 100% des droits de vote (Cf. tableau de répartition du capital et des droits de vote dans le paragraphe 2.3 de la présente note en réponse). Il est précisé que l'Initiateur a acquis, le 11 mai 2018, 198.000 Actions de la Société, à un cours de 17,29 euros par Action. A la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient donc avec la société Amboise Partners SA, 10 934 674 Actions, représentant 29,95% des Actions et des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre vise la totalité des actions existantes de la Société et non détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement, seul ou de concert), soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date de la présente note en réponse, 25 577 627 Actions, en ce compris, 26 486 Actions auto-détenues, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre.

L'Offre ne vise pas les actions B existantes, soit à la connaissance de l'Initiateur et à la date de la présente note en réponse, 18 582 actions B, représentant 0,05% du capital de la Société, pour lesquelles l'intégralité de leurs porteurs a renoncé en tant que de besoin expressément au bénéfice de l'Offre.

Il est précisé que plusieurs actionnaires d'Altamir qui détiennent au total 4 165 000 Actions, représentant 11,41 % du capital et des droits de vote se sont engagés à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre.

A l'exception des Actions et des actions B, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

En conséquence, compte tenu des Engagements de Non Apport à l'Offre reçus par l'Initiateur et de l'engagement de la Société de ne pas apporter les 26 486 Actions auto-détenues à l'Offre, le nombre maximum d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre est de 21 386 141, soit 58,57 % des Actions et des droits de vote.

1.3.4 Seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de sa clôture, l'Initiateur, Amboise SAS, ne détient pas, directement et indirectement par l'intermédiaire de la société Amboise Partners SA qu'il contrôle, un nombre d'Actions de la Société représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50% (le « Seuil de Caducité »).

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive, et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû auxdits propriétaires.

Il n'existe pas d'autre condition à l'Offre.

1.3.5 Possibilité de renonciation à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du Règlement Général de l'AMF, l'Initiateur a indiqué dans sa Note d'Information se réserver le droit de renoncer à son Offre dans un délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Dans ce cas, il informera l'AMF de sa décision qui fera l'objet d'une publication.

L'Initiateur a également indiqué qu'il se réservait le droit de renoncer à son Offre si celle-ci devenait sans objet ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voyait sa consistance modifiée pendant l'Offre, ou si les mesures prises par la Société avaient pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur, sous réserve de l'autorisation préalable de l'AMF. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du Règlement Général de l'AMF.

En cas de renonciation dans les cas mentionnés ci-dessus, les Actions présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

1.3.6 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication de son résultat définitif si celle-ci connaît une suite positive, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera en principe, au moins dix (10) jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).

Les termes de l'Offre Réouverte, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale tels que décrits dans la présente note en réponse, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

L'Offre Réouverte et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Situation de l'Initiateur au regard d'Altamir

Altamir a adopté la forme de société en commandite par actions le 1er juin 1995.

L'associé commandité et gérant d'Altamir est la société Altamir Gérance SA, société anonyme au capital de 1 000 000 euros, dont le siège social est 1, rue Paul Cézanne - 75008 Paris, immatriculée au registre de commerce de Paris sous le numéro 402 098 917. Amboise détient 99,9% du capital d'Altamir Gérance SA.

Compte-tenu de la forme statutaire d'Altamir en société en commandite par actions et du contrôle d'Altamir Gérance SA par Amboise, l'Initiateur exerce d'ores et déjà le contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, indépendamment du montant de sa participation au capital. Ainsi, au travers d'Altamir Gérance SA, Amboise dispose seule du pouvoir de nommer le gérant de la Société.

Le Cabinet Ledouble a été désigné par le Conseil de surveillance de la Société en date du 19 mars 2018 pour procéder à une expertise indépendante en application des dispositions de l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF.

2.2. Stipulations particulières des contrats conclus par l'Initiateur avec certains actionnaires

- **Engagement de renonciation au bénéfice de l'Offre par les porteurs d'actions B**

En application des dispositions de l'article 25 des statuts de la Société, les porteurs d'actions B bénéficient de droits particuliers au titre de la distribution de dividende. Les actions B de la Société ne peuvent être détenues que par la Société, le Gérant, la société de conseil en investissements ou ses salariés ou mandataires sociaux ou une société civile composée de ces personnes. Ces actions sont ainsi détenues *intuitu personae* par des associés et anciens associés d'Apax Partners SA (devenue Amboise Partners SA), ou d'Apax Partners LLP. En raison des dispositions statutaires évoquées ci-dessus, elles ne peuvent pas être acquises par l'Initiateur.

L'Offre ne concerne donc pas les titulaires des actions B qui ont, en tant que de besoin, expressément renoncé au bénéfice de ladite Offre, aux termes d'accords conclus avec l'Initiateur, en présence de la Société, tels que présentés ci-dessous :

Actionnaire	Nombre d'actions B détenues	Nombre de titres acquis lors des 12 mois précédant l'Offre
Altamir	12164	N/A
Altamir Gérance	715	N/A
Martine Clavel	167	N/A
Monique Cohen	611	N/A
Hervé Descazeaux	611	N/A
Patrick de Giovanni	611	N/A
Eddie Misrahi	1244	N/A
Alan Patricof	71	N/A
Bertrand Pivin	777	N/A
Isabelle Rambaud	777	N/A
Gilles Rigal	611	N/A
Claude Rosevègue	223	N/A
TOTAL	18 582	N/A

N/A : Non applicable

- **Engagement de conservation de Amboise Partners SA**

Cet actionnaire qui est contrôlé par l'Initiateur s'est engagé en tant que de besoin à conserver les 226 310 Actions qu'il détient pendant la durée de l'Offre.

Il est précisé qu'Amboise Partners SA n'a acquis ni cédé aucune Action au cours des douze (12) mois précédant la date de la présente note en réponse.

- **Engagements de non apport et accords de maintien de la cotation des Actions et de liquidité**

Plusieurs actionnaires, présents au capital d'Altamir depuis de nombreuses années, se sont engagés auprès de l'Initiateur à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre et à les conserver en contrepartie de l'engagement de l'Initiateur de maintenir la cotation des Actions de la Société à l'issue de l'Offre et de faire ses meilleurs efforts pour reconstituer une liquidité dans les meilleures conditions, sous les termes décrits ci-dessous.

Ces Engagements de Non Apport portent sur un total de 4 165 000 Actions, soit 11,41 % des Actions et des droits de vote à la date de la présente note en réponse, dont le détail est le suivant :

Actionnaire	Nombre d'Actions détenues	Nombre de titres acquis lors des 12 mois précédant l'Offre	Conditions d'acquisition des titres
Alain Afflelou	85 000	N/A	
Judith Bismuth	11 030	N/A	
Martine Clavel	24 469	N/A	
Monique Cohen	72 378	N/A	
Fondation de la Terre Battue	256 910	N/A	
Philippe Ginesté	12 789	N/A	
Patrick de Giovanni	344 947	N/A	
Jacques Gaillard	243 090	N/A	
Gérard Hascoët	33 494	130	Réinvestissement des dividendes*
Holding AA et Fils	350 000	N/A	
Intellectual Property Group	38 910	N/A	
Jean-Hugues Loyez	162 098	N/A	
Eddie Misrahi	79 772	N/A	
Alan Patricof	70 450	N/A	
Isabelle Rambaud	17 200	N/A	
Gilles Rigal	10 978	N/A	
Société civile Cassiopée	179 483	N/A	
SC Pegase	247 883	N/A	
Joël Séché	132 343	N/A	
TT Investissements	1 553 380	34 655	Actions acquises entre le 07/07/2017 et le 13/11/2017 à un cours moyen de 16,10 euros
Elliott Tchenio	2 757	105	Réinvestissement des dividendes*
Joshua Tchenio	2 757	105	Réinvestissement des dividendes*
Romain Tchenio	11 043	422	Réinvestissement des dividendes*
Terzos S.A.	210 000	N/A	
Total Quality Management	11 839	N/A	
TOTAL	4 165 000	35 417	

* Ce réinvestissement est lié à l'engagement de blocage des titres visant à bénéficier du régime fiscal des SCR, cf. section 3.16.2.2 de la Note d'Information.

N/A : Non applicable

Les Engagements de Non-Apport ont été conclus dans le seul but de maintenir la cotation des Actions de la Société à l'issue de l'Offre et de reconstituer une liquidité dans les meilleures conditions, aucune autre contrepartie n'existant au titre de ces engagements.

- **Promesses d'achat**

Les Promesses d'Achat décrites dans le projet de note d'information à la date de son dépôt auprès de l'AMF et reprises dans le projet de note en réponse ont été résiliées, afin d'éteindre toute interprétation liée à l'existence de tels accords entre l'Initiateur et certains actionnaires.

- **Autres engagements**

Il est précisé que les actionnaires qui se sont engagés à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre se sont également engagés à ne pas céder leurs titres dans les six mois suivant le règlement-livraison de l'Offre Réouverte, aux fins de permettre à Amboise de procéder dans les meilleures conditions aux opérations de reclassement pour reconstituer, le cas échéant, une liquidité à l'issue de l'Offre.

Il n'existe aucun autre accord ou engagement entre ces personnes et l'Initiateur de l'Offre.

- **Autres informations – Litiges en cours**

Il est rappelé qu'aux termes d'une assignation en date du 8 juillet 2016, Moneta Asset Management, se présentant comme actionnaire de la Société, a introduit devant le Tribunal de commerce de Paris une action *ut singuli* visant à titre principal à faire juger : « qu'ALTAMIR GERANCE et Monsieur Tchenio ont, en violation des règles prescrites par le Code AFEP-MEDEF, dissimulé aux actionnaires le montant de leur rémunération statutaire, dans le cadre de la résolution « Say on Pay », ladite rémunération étant au surplus dénuée de contrepartie réelle, caractérisant une faute de gestion engageant la responsabilité d'ALTAMIR GERANCE et Monsieur Tchenio », et contestant en outre les frais de gestion perçus sur le terrain de la faute de gestion et de l'abus de bien social. Moneta Asset Management demande au tribunal de condamner Altamir Gérance et son dirigeant, à titre de dommages et intérêts, à rembourser à Altamir de l'intégralité des frais de gestion perçus par la gérance depuis 2014.

L'Initiateur considère que l'assignation de Moneta Asset Management ne répond pas aux critères de l'action *ut singuli* de l'article L. 225-252 du code de commerce, et qu'elle est démentie par le fait que les actionnaires ont validé les rémunérations du dirigeant dans le cadre de l'approbation des comptes et des dispositions du *Say on Pay* et qu'ils sont parfaitement informés des frais de gestion perçus par la gérance. A ce stade de la procédure, les débats ne concernent que la régularité de l'action initiée par Moneta Asset Management qui est contestée, et aucune date d'audience n'a encore été fixée.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la date d'établissement de la présente note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 219.259.626 euros, divisé en 36 512 301 Actions de 6 euros de valeur nominale chacune et 18 582 actions B de 10 euros de valeur nominale chacune.

Le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis, à la date du dépôt du projet de note en réponse, de la manière suivante :

Au 03/05/2018						
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques	Droits de vote exerçables en AG	% droits de vote exerçables en AG
Amboise SAS	10 510 364	28,77 %	10 510 364	28,79 %	10 510 364	28,80 %
Amboise Partners SA (ex-Apax Partners SA)	226 310	0,62 %	226 310	0,62 %	226 310	0,62 %
Sous-total Maurice Tchenio et sociétés apparentées	10 736 674	29,39 %	10 736 674	29,41 %	10 736 674	29,42 %
Public	22 429 141	61,40 %	22 429 141	61,43 %	22 429 141	61,47 %
Moneta Asset Management	3 320 000	9,09 %	3 320 000	9,09 %	3 320 000	9,10 %
Auto-détention	26 486	0,07 %	26 486	0,07 %	0	0 %

TOTAL ACTIONS ORDINAIRES	36 512 301	99,95 %	36 512 301	100 %	36 485 815	100 %
actions B	18 582	0,05 %				
TOTAL GENERAL	36 530 883	100 %		100 %		100 %

Il est précisé que l'Initiateur n'a acquis aucune Action entre le 18 avril 2017 et le 3 mai 2018. L'Initiateur a acquis, le 11 mai 2018, 198 000 Actions de la Société, à un cours de 17,29 euros par Action⁶, portant ainsi sa participation à 29,93 % du capital et 29,95 % des droits de vote théoriques (en incluant la participation d'Amboise Partners SA).

Par ailleurs, il est précisé que le contrat de liquidité est suspendu depuis le 4 mai 2018.

2.4. Titres donnant accès au capital

A la date d'établissement de la présente note en réponse, la Société n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital. Il n'existe aucun capital potentiel.

3. MOTIFS DE L'OFFRE

L'Offre a pour objet d'offrir une fenêtre de liquidité à tous les actionnaires qui souhaiteraient profiter de l'évolution favorable de la performance boursière d'Altamir depuis plusieurs années. Elle vise à constituer un actionnariat uni derrière un projet ambitieux de croissance et de création de valeur sur la durée.

L'objectif poursuivi par Amboise est de maintenir la cotation et de favoriser la liquidité du titre à l'issue de l'Offre (et le cas échéant de l'Offre Réouverte). En effet, la vocation d'Altamir est de permettre à tout investisseur d'accéder par la bourse à la classe d'actifs du *private equity*. Il s'agit d'un positionnement unique qui répond aux besoins d'un certain nombre d'investisseurs qui ne souhaitent pas ou ne peuvent pas investir dans des fonds de *private equity* traditionnels.

Le groupe majoritaire composé de Maurice Tchenio⁷, d'Amboise, et d'Amboise Partners SA (ensemble, le « **Groupe Majoritaire** ») n'entend pas détenir à l'issue de l'Offre (et le cas échéant de l'Offre Réouverte, tel que ce terme est défini ci-après) plus de 65% des Actions et des droits de vote de la Société.

Si à l'issue de l'Offre (ou le cas échéant de l'Offre Réouverte) la participation du Groupe Majoritaire devait atteindre plus de 65% des Actions et des droits de vote, et afin d'assurer l'accroissement du flottant, Amboise s'engage à faire ses meilleurs efforts, en fonction des conditions de marché, pour reclasser une partie des Actions acquises dans le cadre de l'Offre dans les 6 mois suivant le règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

En cas d'apport de la totalité des 21 386 141 Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre (et le cas échéant, de l'Offre Réouverte), la participation du Groupe Majoritaire serait ainsi portée à un total de 32 320 815 Actions, soit 88,52% des Actions et des droits de vote. Sous ces hypothèses, la réduction de la participation du Groupe Majoritaire pour atteindre le seuil maximal de 65% conduirait donc à reclasser 5 587 820 Actions.

L'Initiateur considère que doivent être poursuivis à l'avenir la stratégie de croissance des actifs gérés pour atteindre dans un premier temps la taille critique d'un milliard d'euros et la politique de distribution de dividendes actuelle qui procure un rendement attractif, tout en permettant à la Société de réinvestir une grande partie de ses ressources. Amboise souhaite également qu'Altamir conserve le statut de

⁶ Document AMF n° 218C0892 du 18 mai 2018 : Déclaration des achats et ventes pendant une offre publique.

⁷ Compte-tenu de sa participation au financement de l'Offre (Cf. section 3.14 de la note d'information)

Société de Capital-Risque (SCR)⁸, qui exige sous réserve de quelques exceptions un investissement permanent d'au moins 50% de l'actif net social dans des sociétés non cotées de l'Union Européenne.

La Société investit au travers et aux côtés des fonds gérés par Apax Partners SAS (Paris) et Apax Partners LLP (Londres) qui prennent des positions majoritaires ou de référence dans des opérations de capital-transmission et capital-développement et accompagnent des dirigeants d'entreprises dans la mise en œuvre d'objectifs ambitieux de création de valeur. Altamir offre ainsi aux investisseurs l'accès à un portefeuille d'entreprises à fort potentiel de croissance, diversifié géographiquement et par taille, dans les quatre secteurs de spécialisation d'Apax : TMT (Technologies-Media-Telecom), Consumer, Santé et Services. Cette politique d'investissement vise à capitaliser sur le savoir-faire d'Apax Partners et à faire croître l'actif net sur la durée. Elle a permis à la Société de porter ses actifs sous gestion à près de 800 millions d'euros fin 2017.

Amboise souhaite maintenir son partenariat avec Apax Partners, tout en adaptant sa politique d'investissement aux évolutions du marché.

Amboise considère que l'accroissement de la taille d'Altamir et l'évolution de l'industrie du *private equity* offrent de nouvelles perspectives de croissance pour la Société, au travers d'investissements dans de nouvelles zones géographiques ou sur de nouveaux segments de marché. Les sociétés Apax Partners SAS et Apax Partners LLP ont déjà entrepris de faire évoluer leur stratégie et d'élargir leur offre de produits. En conséquence, la politique d'investissement d'Altamir sera amenée à évoluer pour tenir compte à la fois de l'offre de produits plus large offerte par Apax Partners SAS et Apax Partners LLP, et pour saisir des opportunités d'investissements sur des marchés porteurs comme l'Asie ou sur des segments de marché dont l'horizon d'investissement dépasse la durée habituelle des fonds de *private equity* comprise entre 7 et 10 ans.

Altamir est assimilable à un fonds dit « *evergreen* » qui n'a pas de maturité et dont l'objectif est de réaliser une performance régulière sur la durée en faisant croître la valeur de l'actif net réévalué (ANR). Cette performance intrinsèque sur la durée entraîne mécaniquement une progression de la capitalisation boursière et favorise une réduction de la décote entre le cours de bourse et l'actif net réévalué par action. Amboise souhaite soutenir la poursuite de cette stratégie visant à créer de la valeur sur la durée pour les actionnaires, à savoir faire croître l'actif net réévalué en profitant de nouvelles opportunités d'investissements, tout en maintenant une politique de distribution claire et attractive.

Amboise est convaincue de la nécessité pour Altamir de faire évoluer sa politique d'investissement et de se diversifier, à l'image de ce qui se passe dans l'industrie du *private equity*, en s'inscrivant dans une logique de plus en plus internationale et d'ouverture à des secteurs économiques de plus en plus diversifiés, avec des horizons d'investissement plus longs.

⁸ Le régime des SCR est défini par la loi modifiée n°85-695 du 11 juillet 1985.

4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis en Conseil le 20 avril 2018 puis le 25 avril 2018, pour prendre connaissance du projet d'Offre initié par l'Initiateur et du projet de rapport de l'expert indépendant.

Puis ils se sont à nouveau réunis le 3 mai 2018 pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, et notamment le caractère équitable du Prix de l'Offre de 17,36 euros par Action avant détachement du dividende et 16,71 euros par Action après détachement du dividende par Action, au regard du rapport du cabinet LEDOUBLE représenté par M. Olivier Cretté et M. Sébastien Sancho, expert indépendant et de l'évaluation faite par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, établissement présentateur de l'Offre.

Le Cabinet Ledouble, ayant pris connaissance des observations de l'Adam, de Moneta, et de l'avocat de ce dernier, a complété son rapport par un addendum en date du 4 juillet 2018, pour répondre à leurs observations, sans remettre en cause son appréciation. Par ailleurs, la Société a été informée de la résiliation des engagements d'achats présentés par l'Initiateur dans son projet de note d'information.

Par conséquent, les membres du Conseil de surveillance se sont à nouveau réunis le 5 juillet 2018 afin de réitérer leurs avis et recommandations.

4.1. Membres du Conseil ayant participé à la réunion

Les membres du conseil de surveillance ayant participé à cette réunion sont les suivants :

- Monsieur Jean-Hugues Loyez, Président du Conseil de surveillance,
- Monsieur Gérard Hascoët, Membre du Conseil de surveillance,
- Monsieur Philippe Santini, Membre du Conseil de surveillance,
- Madame Sophie Etchandy-Stabile, Membre du Conseil de surveillance.

4.2. Décisions du Conseil

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

« *Le Conseil de surveillance de la société a pris connaissance des documents suivants :*

- *le projet de note d'information définitif établi par l'Initiateur, contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, établissement présentateur de l'Offre ;*
- *le rapport établi par le Cabinet LEDOUBLE représenté par M. Olivier Cretté et M. Sébastien Sancho, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-3 et suivants du Règlement Général de l'AMF et son addendum ; et*
- *le projet de note en réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF.*

Constatations

Après examen de ces documents, des termes de l'Offre et des intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois, les membres du Conseil de surveillance ont constaté que :

- *L'Offre est volontaire et est réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;*
- *L'Offre ne sera pas soumise au seuil de caducité légal, si l'Initiateur obtient l'autorisation de l'AMF d'écarter ce seuil, en application de l'article 231-9 du Règlement Général de l'AMF ;*

- *L'Initiateur n'exclut pas la possibilité d'acquérir sur le marché et hors marché des Actions de la Société, à compter de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'Offre et jusqu'à la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte), conformément aux et dans la limite des dispositions des articles 231-38 et suivants du Règlement Général de l'AMF ;*
- *La réouverture de l'Offre prévue à l'article 232-4 du Règlement Général de l'AMF, dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre, sera automatique, du fait de l'absence de seuil de caducité. L'AMF publiera un calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera en principe, au moins dix (10) jours de négociation (l'« Offre Réouverte ») ;*
- *Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du Règlement Général de l'AMF, l'Initiateur se réserve le droit de renoncer à son Offre dans un délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Dans ce cas, il informera l'AMF de sa décision qui fera l'objet d'une publication ;*
- *L'Initiateur se réserve également le droit de renoncer à son Offre si celle-ci devient sans objet ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre, ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur, sous réserve de l'autorisation préalable de l'AMF. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du Règlement Général de l'AMF ;*
- *En cas de renonciation dans les cas mentionnés ci-dessus, les Actions de la Société présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû ;*
- *L'Offre ne concerne pas les titulaires d'actions B qui ont, en tant que de besoin, expressément renoncé au bénéfice de ladite Offre, aux termes d'accords conclus avec l'Initiateur, en présence de la Société ;*
- *Amboise Partners SA, qui est contrôlé par l'Initiateur s'est engagé en tant que de besoin à conserver les 226 310 Actions qu'il détient pendant la durée de l'Offre ;*
- *Plusieurs actionnaires, présents au capital d'Altamir depuis de nombreuses années, se sont engagés auprès de l'Initiateur à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre et à les conserver en contrepartie de l'engagement de l'Initiateur de maintenir la cotation des Actions de la Société à l'issue de l'Offre et de faire ses meilleurs efforts pour reconstituer une liquidité dans les meilleures conditions. Ces engagements de non apport portent sur un total de 4 165 000 Actions, soit 11,40 % des Actions et des droits de vote ;*
- *Si à l'issue de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte), la participation de Monsieur Maurice Tchenio, d'Amboise, et d'Amboise Partners SA (ensemble, le « Groupe Majoritaire ») devait atteindre plus de 65% des Actions et des droits de vote, et afin d'assurer l'accroissement du flottant, Amboise s'est engagé à reclasser une partie des Actions acquises dans le cadre de l'Offre (les « Actions à Reclasser ») dans les 6 mois suivant le règlement-livraison de l'Offre ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, si le seuil de 65% est franchi à la hausse à ce moment ;*
- *Les promesses d'Achat décrites dans le projet de Note d'information ont été résiliées purement et simplement afin d'éteindre toute interprétation liée à l'existence de tels accords entre l'initiateur et certains actionnaires qui n'emporte aucune conséquence sur l'issue de l'offre.*
- *Les actionnaires qui se sont engagés à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre se sont également engagés à ne pas céder leurs titres dans les six mois suivant l'Offre, aux fins de permettre à Amboise de procéder dans les meilleures conditions au reclassement des Actions à Reclasser ;*
- *L'Offre a pour objet d'offrir une fenêtre de liquidité à tous les actionnaires qui souhaiteraient profiter de l'évolution favorable de la performance boursière d'Altamir depuis plusieurs*

années. Elle vise à constituer un actionnariat uni derrière un projet ambitieux de croissance et de création de valeur sur la durée ;

- L'Initiateur propose aux actionnaires d'Altamir qui apporteraient leurs Actions à l'Offre une liquidité immédiate au Prix d'Offre, tout en apportant aux actionnaires qui voudraient conserver leur Actions la garantie de l'existence d'un flottant à l'issue de l'Offre qui favorisera le retour à la liquidité du marché ;
- L'objectif poursuivi par Amboise est de maintenir la cotation et de favoriser la liquidité du titre à l'issue de l'Offre (et de l'Offre Réouverte). En effet, la vocation d'Altamir est de permettre à tout investisseur d'accéder par la bourse à la classe d'actifs du private equity. Il s'agit d'un positionnement unique qui répond aux besoins d'un certain nombre d'investisseurs qui ne souhaitent pas ou ne peuvent pas investir dans des fonds de private equity traditionnels ;
- le Groupe Majoritaire n'entend pas détenir, à l'issue de l'Offre (et de l'Offre Réouverte) plus de 65 % des Actions et/ou droits de vote composant le capital et/ou les droits de vote de la Société, et qu'il procédera, le cas échéant, aux opérations de reclassement permettant de franchir à la baisse ce seuil de détention maximum du capital et des droits de vote de la Société ;
- L'Initiateur considère que doivent être poursuivis à l'avenir la stratégie de croissance des actifs gérés pour atteindre dans un premier temps la taille critique d'un milliard d'euros et la politique de distribution de dividendes actuelle qui procure un rendement attractif, tout en permettant à la Société de réinvestir une grande partie de ses ressources. L'Initiateur souhaite également qu'Altamir conserve le statut de Société de Capital-Risque (SCR), qui exige sous réserve de quelques exceptions un investissement permanent d'au moins 50% de l'actif net social dans des sociétés non cotées de l'Union Européenne ;
- L'Initiateur n'envisage aucune modification de la politique de dividendes ;
- L'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritère en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a conclu dans son rapport au caractère équitable d'un point de vue financier du prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société apportant volontairement leurs titres à l'Offre ;
- L'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire tel que prévu aux articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF dans l'hypothèse où les actions détenues par les actionnaires autres que l'Initiateur et Amboise Partners SA, ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte ;
- L'intention de l'Initiateur étant de maintenir l'admission des actions aux négociations sur Euronext Paris à l'issue de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, il n'envisage pas de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société d'Euronext ;
- Le Conseil constate qu'en l'absence de salarié et de comité d'entreprise, il n'y a pas lieu à application des dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail.

Avis

Après avoir effectué toutes ses constatations, le Conseil de surveillance, estime que :

- le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société et de ses actionnaires ;
- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;
- les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession à des conditions satisfaisantes pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la société.
- la pérennité de la cotation de la Société est assurée par les engagements pris par l'Initiateur pour, le cas échéant, permettre la reconstitution du flottant à l'issue de l'Offre, en tant que de

besoin, ce qui assure aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas apporter à l'Offre de demeurer au capital d'une société soucieuse de la liquidité de son titre sur le marché, afin de permettre l'accès par la bourse au private equity qui est l'essence même d'Altamir.

Au vu de ces éléments et notamment du projet de rapport de l'expert indépendant et de son addendum ainsi que des résiliations des engagements d'achats, et après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance émet un avis favorable sur l'Offre initiée par Amboise SAS, au prix de 17,36 euros par Action avant détachement du dividende et au prix de 16,71 euros par Action après détachement du dividende, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires.

En conséquence, le Conseil recommande aux actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité immédiate de leurs titres de les apporter à l'Offre, et aux actionnaires ayant une perspective d'investissement compatible avec la logique Evergreen d'Altamir de les conserver.

Ces avis et recommandations ont été pris à l'unanimité des membres du Conseil présents. »

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Le Conseil de surveillance a constaté qu'aucun des membres du conseil de surveillance n'a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément à l'autorisation du Conseil de surveillance, la Société a décidé de s'engager à ne pas apporter à l'Offre les 26 486 Actions auto-détenues.

7. AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE

La Société n'a ni salarié ni comité d'entreprise. Les dispositions des articles L.2312-42 et suivants du Code du travail ne trouvent pas à s'appliquer au cas particulier.

8. ACCORDS

A l'exception des accords au paragraphe 2.2 de la présente note en réponse, la Société n'a connaissance et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre et susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue.

9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ – ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE

Conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les éléments mentionnés à l'article L. 225-37-5 du Code de commerce sont les suivants :

9.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent document, le capital et les droits de vote de la Société et les titres donnant accès au capital de la Société sont, à la connaissance de la Société, répartis comme indiqué au paragraphe 2.3 ci-avant.

A la date d'établissement de la présente note en réponse, la Société n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital. Il n'existe aucun capital potentiel.

9.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions

A la date d'établissement de la présente note en réponse, il n'existe pas de restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions.

9.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

A la date d'établissement de la présente note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au paragraphe 2.3 ci-avant.

9.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

A la connaissance de la Société et à la date d'établissement de la présente note en réponse, il n'existe pas de titres comportant des droits de contrôle spéciaux, à l'exception des actions B qui n'ont pas de droit de vote mais qui peuvent donner droit au paiement d'un dividende statutaire. La liste des titulaires d'actions B figure au paragraphe 4.2.1 du Document de Référence 2017.

9.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la date d'établissement de la présente note en réponse, il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

9.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société et à la date d'établissement de la présente note en réponse, il n'existe pas de pactes et autres engagements signés entre actionnaires, autres que ceux mentionnés dans la Note d'Information et repris au paragraphe 2.2 de la présente note en réponse.

9.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

L'article 15 des statuts de la Société stipule que la nomination et la révocation de la Gérance sont de la compétence exclusive de l'associé commandité.

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

9.8. Pouvoirs de la Gérance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En matière de pouvoirs de la gérance, il n'y a pas de délégation en cours en matière d'augmentation de capital, à l'exception de la délégation de compétence consentie à la Gérance par l'assemblée générale du 15 avril 2016 pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression de droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L.3332-18 et suivants du Code du Travail. Cette délégation a une durée de 26 mois. Elle arrivera à échéance le 14 juin 2018.

Le montant nominal maximum des augmentations de capital pouvant être réalisées par utilisation de cette délégation est de €10 000. Cette délégation n'a pas été utilisée.

En matière de programme de rachat d'actions, la Gérance dispose d'une autorisation lui permettant de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce, consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 26 avril 2018, étant précisé que les caractéristiques du programme sont les suivantes :

- Pourcentage de rachat maximum autorisé : 1 % du capital ;
- Prix maximal unitaire d'achat (hors frais d'acquisition) : 20 euros par action ;
- Montant total maximum : 7 302 460,20 euros ;
- Cette autorisation a été consentie pour une durée de dix-huit mois ;

Ces achats d'actions pourront être opérés par tous moyens, y compris par voie d'acquisition de blocs de titres, et aux époques que la Gérance appréciera, étant précisé que cette dernière n'entend pas faire usage de cette autorisation en période d'offre publique initiée par un tiers visant les titres de la société et ce, jusqu'à la fin de la période d'offre, tel qu'indiqué au paragraphe 4.1.3, page 156, du Document de référence 2017. La Société n'entend pas utiliser des mécanismes optionnels ou instruments dérivés.

A ce jour, la Société détient 26 486 actions auto-détenues (étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre et que le contrat de liquidité est suspendu depuis le 4 mai 2018).

9.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la connaissance de la Société et à la date d'établissement de la présente note en réponse, il n'existe pas d'accord conclu par la Société qui serait modifié ou prendrait fin en cas de changement de contrôle de la Société.

9.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société et à la date d'établissement de la présente note en réponse, il n'existe pas d'accord particulier prévoyant des indemnités en cas de cessation des fonctions de Gérant (étant précisé que la Société n'a pas de salarié).

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF, la Société a procédé le 19 mars 2018 à la désignation du Cabinet LEDOUBLE représenté par Messieurs Olivier Cretté et Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet LEDOUBLE a rendu un rapport le 3 mai 2018. Le Cabinet LEDOUBLE a délivré un Addendum à son rapport le 4 juillet 2018. Le rapport et son addendum sont reproduits en Annexe de la présente note en réponse.

La conclusion dudit rapport est reproduite ci-après :

« A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action d'Altamir, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 17,36 € avant détachement du Coupon 2017 et de 16,71 € après détachement du Coupon 2017 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre. »

11. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

12. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Paris, le 10 juillet 2018

Altamir

Représentée par Altamir Gérance,

Elle-même représentée par M. Maurice Tchenio

ANNEXES

Rapport de l'expert indépendant Addendum au Rapport de l'expert indépendant



Ledouble

ALTAMIR

1, rue Paul Cézanne
75008 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

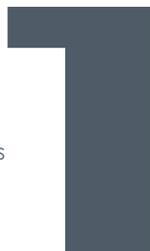
Ledouble SAS - 8, rue Halévy - 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

1. INTRODUCTION	6
1.1. CADRE RÉGLEMENTAIRE DE L'INTERVENTION DE LEDOUBLE	7
1.2. INDÉPENDANCE ET COMPÉTENCE DE LEDOUBLE	8
1.3. DILIGENCES EFFECTUÉES	9
1.4. AFFIRMATIONS OBTENUES ET LIMITES DE LA MISSION	10
1.5. PLAN DU RAPPORT	11
1.6. CONVENTIONS DE PRÉSENTATION	11
2. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	12
2.1. PRÉSENTATION DES ENTITÉS	12
2.2. OBJECTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR	16
2.3. RÉPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIÉTÉ ET PÉRIMÈTRE DE L'OFFRE	16
2.4. FINANCEMENT DE L'OFFRE	17
2.5. ACCORDS CONNEXES	18
3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ	21
3.1. CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DU <i>PRIVATE EQUITY</i>	21
3.2. POSITIONNEMENT ET SPÉCIFICITÉS D'ALTAMIR SUR SON MARCHÉ	24
3.3. ANALYSE HISTORIQUE DE LA PERFORMANCE D'ALTAMIR	27
3.4. SYNTHÈSE	40
4. ÉVALUATION DE L'ACTION	41
4.1. CARACTÉRISTIQUES COMPTABLES ET FINANCIÈRES	41
4.2. MÉTHODES D'ÉVALUATION ÉCARTÉES	42
4.3. MÉTHODES D'ÉVALUATION RETENUES	44
5. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DE L'ACTION	60
6. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR	62
6.1. PÉRIMÈTRE D'ÉVALUATION	62
6.2. PASSAGE DE LA VALEUR DU PORTEFEUILLE À L'ANR	62
6.3. VALORISATION DE L'ANR	63
6.4. DÉCOTE SUR ANR	63
6.5. SYNTHÈSE SUR LA VALORISATION DE L'ACTION	64

7.	APPRÉCIATION DE L'INCIDENCE DES ACCORDS CONNEXES	65
7.1.	RENONCIATION DES TITULAIRES D' ACTIONS B AU BÉNÉFICE DE L' OFFRE	65
7.2.	ENGAGEMENTS DE NON-APPORT D' ACTIONS À L' OFFRE	65
7.3.	ENGAGEMENTS DE REPRISE D' ACTIONS AUPRÈS DE L' INITIATEUR PAR DES ACTIONNAIRES À L' ISSUE DE LA CLÔTURE DE L' OFFRE ET MODALITÉS DE RECLASSEMENT D' ACTIONS PAR L' INITIATEUR	66
7.4.	ENGAGEMENTS DE M. MAURICE TCHENIO DANS LE CADRE DU FINANCEMENT DE L' OFFRE	66
7.5.	SYNTHÈSE	66
8.	CONCLUSION	67
	ANNEXES	68

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords Connexes	Renonciation des titulaires d'actions B au bénéfice de l'Offre, engagement d'Amboise Partners de conserver ses Actions, engagements de non-apport à l'Offre de certains détenteurs d'Actions, engagements de reprise d'Actions auprès de l'Initiateur par certains actionnaires à l'issue de l'Offre et modalités de reclassement d'Actions par l'Initiateur, engagements de M. Maurice Tchenio dans le financement de l'Offre
Action(s)	Action(s) ordinaire(s) visée(s) par l'Offre
Action(s) B	Actions(s) de préférence de catégorie B non visées par l'Offre
AFIC	Association Française des Investisseurs pour la Croissance (désormais France Invest)
Altamir	Altamir SCA
Altamir Gérance	Altamir Gérance SA
Amboise	Amboise SAS
Amboise Partners	Amboise Partners SA (ex-Apax Partners SA)
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANR	Actif Net Réévalué (NAV)
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
<i>Business Plan</i>	Plan d'affaires soumis aux Financeurs et au Conseil de Surveillance
CA-CIB	Crédit Agricole Corporate & Investment Bank
<i>Carried interest</i>	Intéressement à la performance
Cible	Altamir
CMPV	Cours moyen pondéré par les volumes
Comité Ad Hoc	Comité ad hoc au sein du Conseil de Surveillance en charge du suivi de la Mission
Comité d'Audit	Comité d'audit du Conseil de Surveillance
Conseil d'Administration	Conseil d'administration d'Altamir Gérance
Conseil de l'Initiateur	Maître Frédéric Peltier
Conseil de la Société	Maître Philippe d'Hoir
Conseil de Surveillance	Conseil de surveillance d'Altamir
Conseil en investissement	Amboise Partners
Consumer	Distribution et Biens de Consommation
Coupon 2017	Dividende 2017 de 0,65 € par Action
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DDR	Document de référence
Dépôt	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
Direction	<i>Management</i> d'Altamir
EBITDA	<i>Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization</i>
Entités	Altamir, Altamir Gérance, Amboise, Amboise Partners, Apax Partners SAS, Apax Partners LLP
<i>Equity ticket</i>	Montant d'investissement par opération
<i>Equity value</i>	Valeur des capitaux propres d'Altamir ou unitairement valeur de l'Action
ESG	Environnement, Social, Gouvernance

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES (suite)

Établissement Présentateur	CA-CIB
ETI	Entreprise de taille intermédiaire
Evergreen (structure)	Société d'investissement à durée indéterminée
Financeurs	CA-CIB et HSBC
Fonds Apax	Apax France VIII et Apax France IX (gérés par Apax Partners SAS) ; Apax VIII LP, Apax IX LP (gérés par Apax Partners LLP)
FPCI	Fonds Professionnel de Capital-Investissement
Gérant	Altamir Gérance
Groupe Majoritaire	M. Maurice Tchenio, Amboise et Amboise Partners
Hurdle rate	Seuil minimum de performance
IFRS	International Financial Reporting Standards
Initiateur	Amboise
IPEV	International Private Equity and Venture Capital Valuation
LBO	Leveraged Buy-Out
Legacy Portfolio	Participations du Portefeuille correspondant aux investissements directs
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
NAV	Net Asset Value (ANR)
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre Publique d'Achat volontaire initiée par Amboise sur les Actions
OPA	Offre
Période Explicite	Période de prévisions du <i>Business Plan</i>
Période d'Extrapolation	Période d'extrapolation des prévisions du <i>Business Plan</i> au-delà de la Période Explicite
PME	Petite et moyenne entreprise
Portefeuille	Portefeuille de participations d'Altamir
Private Equity	Capital-investissement
Prix de l'Offre	17,36 € par Action Coupon 2017 attaché 16,71 € par Action Coupon 2017 détaché
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
RCS	Registre du Commerce et des Sociétés
2017 Results	Présentation SFAF relative à l'exercice 2017
SA	Société Anonyme
SAS	Société par Actions Simplifiée
SCA	Société en Commandite par Actions
SCR	Société de Capital-Risque
Services	Services aux Entreprises et Services Financiers
Seuil de Détention du Groupe Majoritaire	65% du nombre d'Actions i.e. 23.732.994
SFAF	Société Française des Analystes Financiers
Société	Altamir
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
TMT	Technologies-Media-Telecom
Top 13	13 premières participations en juste valeur du Portefeuille

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat (l'« OPA » ou « l'Offre ») volontaire initiée par Amboise SAS (l'« **Initiateur** »), société intégralement détenue par M. Maurice Tchenio et sa famille, sur les actions ordinaires (les « **Actions** » et unitairement l'« **Action** ») d'Altamir SCA¹ (« **Altamir** » ou la « **Société** » ou la « **Cible** »), non encore détenues par Amboise SAS² et Amboise Partners SA³, Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil de surveillance d'Altamir (le « **Conseil de Surveillance** ») en date du 19 mars 2018, afin de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre, du prix (le « **Prix d'Offre** ») de :

- 17,36 € par Action, dividende 2017 par Action de 0,65 € attaché (le « **Coupon 2017**⁴ ») ;
ou
- 16,71 € par Action, Coupon 2017 détaché.

Le Prix d'Offre serait ajusté de toute distribution⁵ de la Société qui interviendrait entre la date de dépôt du projet d'Offre (incluse) et la date de règlement-livraison de l'Offre (exclue) ou, le cas échéant de l'Offre ré-ouverte⁶.

L'Offre est assortie des opérations et engagements suivants (les « **Accords Connexes** ») :

- la renonciation au bénéfice de l'Offre de la part des actionnaires de la Société titulaires d'actions de préférence de catégorie B (les « **actions B** »), leur conférant des droits particuliers (§ 2.5.1) ;
- l'engagement d'Amboise Partners SA⁷ de conserver ses 226.310 Actions ainsi que les engagements de non-apport à l'Offre de certains détenteurs d'Actions, portant sur un total de 4.165.000 Actions (§ 2.5.2) ;
- les engagements de plusieurs actionnaires de la Cible, parmi ceux s'étant engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre, de reprendre au Prix d'Offre auprès de l'Initiateur un total de 2.393.776 Actions, sous la forme d'une promesse d'achat stipulée au Prix d'Offre exerçable par l'Initiateur auprès des promettants, si M. Maurice Tchenio, l'Initiateur et Amboise Partners SA (le « **Groupe Majoritaire** »), venaient à détenir ensemble plus de 65% du capital de la Société à l'issue de l'Offre, en ce comprise l'Offre ré-ouverte (le « **Seuil de Détention du Groupe Majoritaire** »), étant précisé que :

¹ Société cotée de *Private Equity* gérée par Altamir Gérance SA, société présidée et dirigée par M. Maurice Tchenio (§ 2.1.2).

² Amboise SAS détient à ce jour 28,8% du capital d'Altamir SCA (§ 2.1.3).

³ Amboise Partners SA, conseil en investissement d'Altamir SCA, détient à ce jour 0,6% du capital de la Société (§ 2.1.4).

⁴ L'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires de la Société s'est tenue le [26 avril 2018](#), pour statuer notamment sur la distribution d'un dividende de 0,65 € par Action, dont les dates de détachement (23 mai 2018) et de mise en paiement (25 mai 2018) sont susceptibles d'intervenir pendant l'Offre.

⁵ Distribution de quelque nature que ce soit (de dividende, d'acompte sur dividende, de réserves ou de primes, ou tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital ou rachat de ses propres actions pour un prix par action supérieur au Prix d'Offre), à l'exception du versement du dividende de 0,65 € par Action approuvé par l'Assemblée Générale des actionnaires du [26 avril 2018](#).

⁶ La réouverture de l'Offre, conformément à l'article [232-4](#) du règlement général de l'AMF, interviendra dans les 10 jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre.

⁷ Conseil en investissement de la Société et actionnaire d'Altamir SCA (§ 2.1.4).

- l'Initiateur s'engage à reclasser une partie des Actions acquises dans le cadre de l'Offre ou le cas échéant de l'Offre ré-ouverte, si le franchissement de seuil de 65% à la hausse a été franchi ;
- les actionnaires qui se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre se sont également engagés à ne pas les céder dans les 6 mois suivant l'Offre, afin de faciliter ce reclassement (§ 2.5.3) ;
- les modalités de reclassement d'Actions par l'Initiateur pour revenir au Seuil de Détention du Groupe Majoritaire (§ 2.5.3) ;
- l'engagement de la part de M. Maurice Tchenio de participer personnellement au financement de l'Offre, au-delà du financement de l'Offre par Amboise sur ses ressources propres, et la faculté pour lui de se substituer à l'Initiateur sur une partie du prêt bancaire souscrit par Amboise (§ 2.5.4).

Nous précisons ci-après le contexte et le contenu de notre intervention (§ 1.1 à § 1.4) ainsi que la structure de notre rapport (§ 1.5 et § 1.6).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

La désignation de Ledouble en tant qu'expert indépendant (la « **Mission** ») et le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») entrent dans le cadre de l'article [261-3](#)⁸ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°[2006-08](#)⁹, elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#)¹⁰.

Au cas d'espèce, la saisine de l'expert indépendant aux termes de l'article [261-3](#) du règlement général de l'AMF est à considérer au regard :

- de la forme juridique et de l'organisation de la Société constituée en SCA, M. Maurice Tchenio étant actionnaire d'Altamir SCA via Amboise SAS, et Président du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance SA (le « **Conseil d'Administration** »), gérant d'Altamir SCA (le « **Gérant** ») contrôlé par Amboise ;
- de la présence des Accords Connexes à l'Offre, dont il nous appartient de vérifier qu'ils n'ont pas d'impact sur l'appréciation du Prix d'Offre.

Le Rapport s'entend au sens de l'article [262-1.](#)¹¹ du règlement général de l'AMF.

⁸ Article [261-3](#) du règlement général de l'AMF : « Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre [Titre VI – Expertise indépendante] ».

⁹ « Expertise indépendante ».

¹⁰ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

¹¹ Extrait de l'article [262-1.](#) du règlement général de l'AMF : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article [261-4](#), une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. ».

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des personnes physiques et morales impliquées dans l'Offre :

- > Altamir SCA ;
- > Altamir Gérance SA ;
- > Amboise SAS ;
- > Amboise Partners SA ;
- > Apax Partners SAS et Apax Partners LLP (gérant les « **Fonds Apax**¹² ») ;
- > M. Maurice Tchenio et les membres de sa famille ;
- > les conseils juridiques de la Société¹³ et de l'Initiateur¹⁴ (les « **Conseils** ») ;
- > Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **CA-CIB** ») en tant qu'établissement présentateur¹⁵ de l'Offre (l' « **Établissement Présentateur** ») ; ainsi que
- > CA-CIB et HSBC en leur qualité d'établissements financiers assurant le financement de l'Offre (les « **Financeurs** »).

Nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) ; à titre informatif, figure en **Annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹⁶.

Nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils et l'Établissement Présentateur¹⁷ ; en outre nous n'avons jusqu'alors pas réalisé de mission auprès de la Société.

Conformément à l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes, physiques et morales, concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 5**.

¹² La Société investit au travers et aux côtés des Fonds Apax gérés par Apax Partners SAS (Apax France VIII et Apax France IX) et Apax Partners LLP (Apax VIII LP et Apax IX LP) (§ 2.1.5).

¹³ Maître Philippe D'hoir (le « **Conseil de la Société** »).

¹⁴ Maître Eric Delattre et Maître Frédéric Peltier (le « **Conseil de l'Initiateur** »).

¹⁵ Conformément à l'article [231-13](#) du règlement général de l'AMF, CA-CIB garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹⁶ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **Annexe 5**.

¹⁷ Au sens de l'article [261-4 I](#) du règlement général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°[2006-08](#) et de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 1** et le calendrier d'intervention en **Annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de l'Action ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'Action.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), des représentants de l'Initiateur, des Conseils, d'Apax Partners SAS et de l'Établissement Présentateur, identifiés en **Annexe 3**, ont consisté notamment en l'exploitation des informations et de la documentation suivantes :

- les informations disponibles sur le marché du *Private Equity* caractérisant le portefeuille de participations de la Société ;
- l'organigramme de la Société positionnée parmi les entités auxquelles elle est reliée par des liens capitalistiques et /ou contractuels ;
- la documentation juridique et financière afférente à l'Offre, notamment :
 - le dispositif de financement de l'Offre ;
 - les Accords Connexes ;
 - les projets de notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Société, dans la perspective du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF (le « **Dépôt** ») et en vue de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées accessibles sur le site internet d'Altamir¹⁸ ;
- les informations comptables et financières de la Société, au titre notamment de l'exercice clos le 31 décembre 2017¹⁹;
- les informations relatives aux événements ayant affecté en 2017 et 2018 le portefeuille de participations de la Société (le « **Portefeuille** ») ;
- les délibérations du Conseil de Surveillance d'Altamir SCA, du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance SA, ainsi que les décisions prises en Assemblée Générale par les actionnaires de la Société, antérieurement au Dépôt ;

¹⁸ À la rubrique « [Investisseurs](#) » sous le lien <http://www.altamir.fr/fr/>

¹⁹ En particulier :

- le document de référence intégrant le rapport financier annuel 2017 (« [DDR 2017](#) ») ; et
- la présentation aux analystes (« **Présentation SFAF** ») des résultats annuels 2017 (« [2017 Results](#) », 9 March 2018).

- les extractions de nos bases de données financières²⁰, tant en ce qui concerne la Société et le Portefeuille, qu'à titre comparatif, d'autres acteurs du *Private Equity* ;
- les critères et références d'évaluation internes et externes à la Société pour la valorisation du Portefeuille ;
- l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ;
- les notes des trois *brokers*²¹ en charge du suivi de l'Action²² ;
- la recherche d'éventuelles manifestations d'intérêt antérieures au Dépôt qui auraient pu être exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société ;
- les notes d'analystes récentes concernant des entités dont les activités se rapprochent de celles de la Société dans le *Private Equity*.

Nous avons ainsi apprécié le Prix d'Offre au regard de :

- notre valorisation multicritère de l'Action ; et
- notre analyse des Accords Connexes.

Nous avons également :

- eu des échanges durant la Mission avec le comité ad hoc en charge du suivi de nos travaux (le « **Comité Ad Hoc** »), constitué de deux personnalités indépendantes au sein du Conseil de Surveillance :
 - M. Jean-Hugues Loyez, Président du Conseil de Surveillance ; et
 - Mme Sophie Etchandy-Stabile, membre du Conseil de Surveillance et par ailleurs membre du comité d'audit rendant compte au Conseil de Surveillance (le « **Comité d'Audit** ») ;
- procédé à la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et à la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès des dirigeants d'Altamir SCA et d'Altamir Gérance SA sur les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

²⁰ Dont *Bloomberg* (paramètres financiers et comparables boursiers) et *S&P Capital IQ* (comparables boursiers, notes d'analystes, comparables transactionnels).

²¹ Oddo Securities, HSBC Securities, Jefferies.

²² Les actions B ne sont pas cotées (§ 2.1.1).

Bien que soumis au Conseil de Surveillance, le Rapport comportant en conclusion notre opinion sur le caractère équitable du Prix d'Offre et l'absence de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de la Société dans le contexte de l'Offre au titre des Accords Connexes (l'« **Attestation d'Équité** ») n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons successivement :

- les parties prenantes à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité, l'environnement ainsi que les principales caractéristiques comptables, financières et fiscales de la Société (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action (§ 4) et la synthèse de ces travaux (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation exposés par l'Établissement Présentateur (§ 6) ;
- notre appréciation de l'incidence des Accords Connexes (§ 7).

La conclusion du Rapport constitue l'Attestation d'Équité pour les actionnaires d'Altamir SCA dont les Actions sont visées par l'Offre (§ 8).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) / dollars²³ (\$) ;
- milliers d'euros (K€) / milliers de dollars (K\$);
- millions d'euros (M€) / millions de dollars (M\$);
- milliards d'euros (Md€) / milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

²³ US dollars.

2. Présentation de l'Offre

Sont présentées ci-après :

- les entités impliquées, directement ou indirectement, dans le processus de l'Offre au vu de l'organigramme actionnarial et managérial de la Société (les « Entités ») (§ 2.1) ; ainsi que
- la finalité et la structure de l'Offre (§ 2.2 à § 2.5).

2.1. Présentation des Entités

2.1.1. La Cible

Altamir SCA (« Altamir ») est une Société en Commandite par Actions au capital de 219.259.626 € divisé en 36.530.883 actions :

- 36.512.301 Actions d'une valeur nominale unitaire de 6,0 €, cotées et librement négociables ; et
- 18.582 actions B d'une valeur nominale unitaire de 10,0 € ; les actions B, contrairement aux Actions, sont dépourvues de droit de vote et, bien que librement négociables, ne sont pas cotées ; statutairement nominatives²⁴, elles sont notamment détenues par des associés et anciens associés d'Apax Partners SAS ou d'Apax Partners LLP.

La Société, sise 1, rue Paul Cézanne à Paris (75008) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris²⁵, comprend :

- des associés commanditaires²⁶ (actionnaires dont Amboise SAS²⁷, société contrôlée par M. Maurice Tchenio et sa famille, et Amboise Partners SA²⁸, présidée et dirigée par M. Maurice Tchenio et conseil en investissement d'Altamir) ; et
- un associé commandité²⁹, en l'occurrence Altamir Gérance SA (présidée et dirigée par M. Maurice Tchenio), qui assure également sa gérance.

Altamir a opté depuis sa création pour le régime fiscal spécifique³⁰ de Société de Capital Risque (SCR).

²⁴ Source : [DDR 2017](#), p. 167.

²⁵ Sous le numéro 390 965 895.

²⁶ La responsabilité des associés commanditaires, qu'ils soient détenteurs d'actions ordinaires ou d'actions B, est limitée au montant de leurs apports ; les associés commanditaires détiennent en outre le droit d'élire les membres du Conseil de Surveillance en charge du contrôle de la gérance de la Société.

²⁷ Amboise SAS détient 28,8% de la Société (§ 2.1.3).

²⁸ Amboise Partners SA, conseil en investissement d'Altamir, détient 0,6% du capital de la Société (§ 2.1.4).

²⁹ L'associé commandité, indéfiniment responsable du passif social et dont les droits ne sont pas librement cessibles, nomme et révoque le gérant de la Société.

³⁰ Le régime fiscal de SCR, défini par la loi modifiée n°[85-695](#) du 11 juillet 1985, exonère notamment Altamir d'impôt sur les sociétés sur les produits et plus-values nets provenant du Portefeuille, sous condition d'un investissement d'au moins la moitié de ses actifs dans des sociétés de l'Union Européenne (§ 3.1.1).

Créée en 1995 pour permettre aux investisseurs d'accéder par la bourse au *Private Equity*, traditionnellement structuré par des investissements opérés au sein de fonds fermés³¹, Altamir, dont les titres sont admis aux négociations sur le Compartiment B³² d'Euronext Paris :

- investit via les Fonds Apax gérés par Apax Partners SAS³³ (France) et Apax Partners LLP³⁴ (Londres), dont les équipes regroupent environ 150 professionnels³⁵ :
 - spécialistes des secteurs dans lesquels la Société a d'ores et déjà investi (§ 3.2.1) ; et
 - mobilisés dans la recherche et l'identification d'opportunités d'investissement, dans un contexte très évolutif depuis la création de la Société, où notamment les enjeux actuels de la transformation numérique et digitale³⁶ sont porteurs d'opportunités, en termes notamment de croissance et de réduction de coûts (§ 2.1.5) ;
- co-investit³⁷ occasionnellement aux côtés des Fonds Apax ; et
- offre aux investisseurs l'accès à un portefeuille de sociétés à fort potentiel de croissance, présentes sur quatre secteurs de spécialisation (§ 3.3.2.2) :
 - Technologies-Media-Telecom (« TMT ») ;
 - Services aux Entreprises et Services Financiers (« Services ») ;
 - Distribution et Biens de Consommation (« Consumer ») ;
 - Santé,couvrant de nombreuses activités géographiquement diversifiées (§ 3.3.2.2) :
 - dans les pays européens francophones (Apax Partners SAS) ; et
 - à l'échelle mondiale (Apax Partners LLP), en Europe non francophone, en Amérique du Nord et dans les principaux pays émergents (Brésil, Chine, Inde).

Au 31 décembre 2017 :

- l'Actif Net Réévalué³⁸ (« ANR ») publié d'Altamir s'établit à **786,7 M€**, soit **21,54 €** par Action³⁹ (§ 3.3.1) ;
- le Portefeuille se compose de 49 sociétés⁴⁰ dont 9 cotées (§ 3.3.2.2), affichant une *fair value* de **894,6 M€** ; 36% sont le fruit d'investissements directs et 64%

³¹ La Société offre ainsi à ses actionnaires l'avantage de la liquidité de leurs titres, comparativement à un investissement dans une entité non cotée.

³² Code ISIN : FR0000053837, mnémonique : LTA.

³³ Apax France VIII et Apax France IX ; le fonds Apax France VII est entièrement investi.

³⁴ Apax VIII LP et Apax IX LP.

³⁵ 30 professionnels à Paris (Apax Partners SAS) et environ 120 professionnels dans 8 bureaux à travers le monde (Apax Partners LLP).

³⁶ Comme en atteste par exemple le co-investissement de la Société avec les Fonds Apax dans ThoughtWorks, société américaine, à rayonnement international, de conseil en développement logiciel et en transformation digitale (§ 2.1.1 et § 3.3.2.2).

³⁷ Co-investissements dans Snacks Développement (2013), Marlink et InfoVista (2016), CIPRÈS Assurances et ThoughtWorks (2017) (§ 3.3.2.2).

³⁸ En référentiel comptable international (IFRS).

³⁹ Part des commanditaires titulaires d'Actions, sur un volume de 36,5 millions d'Actions en circulation (§ 2.3).

⁴⁰ 12 sociétés en France et 37 sociétés à l'international (§ 3.3.2.2).

d'investissements via les Fonds Apax, étant précisé que 13 sociétés concentrent à elles seules près de 80% de la valeur du Portefeuille (§ 3.3.2.1) ;

- le Portefeuille à l'international⁴¹ représente 46% des capitaux investis (§ 3.3.2.2) ;
- la capitalisation boursière de la Société s'établit à 556 M€⁴².

Le Conseil de Surveillance d'Altamir est présidé par M. Jean-Hugues Loyez.

2.1.2. Le Gérant

Altamir Gérance SA (« **Altamir Gérance** »), gérant commandité d'Altamir, est une Société Anonyme au capital de 1.000.000 €, sise 1, rue Paul Cézanne à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris⁴³.

Le Conseil d'Administration d'Altamir Gérance est présidé par M. Maurice Tchenio, également Directeur Général.

2.1.3. L'Initiateur

Amboise SAS (« **Amboise** ») est une Société par Actions Simplifiée au capital de 59.640 €, sise 1, rue Paul Cézanne à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris⁴⁴.

Contrôlée par M. Maurice Tchenio et sa famille, Amboise est actionnaire à :

- 28,8% d'Altamir ;
- 99,9% d'Altamir Gérance, gérant commandité d'Altamir (§ 2.1.2) ; et
- 99,9% d'Amboise Partners SA, conseil en investissement d'Altamir (§ 2.1.4).

Le Président d'Amboise est M. Maurice Tchenio.

2.1.4. Le conseil en investissement

Amboise Partners SA (« **Amboise Partners** », ex-Apax Partners SA⁴⁵) est une Société Anonyme au capital de 1.040.000 €, sise 1, rue Paul Cézanne à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris⁴⁶.

⁴¹ Dont Marlink, principal investissement au sein du Portefeuille à l'international, dont la valorisation en juste valeur est la plus importante dans le Portefeuille (§ 3.3.2.1).

⁴² La capitalisation boursière de la Société est ramenée à ce jour autour de 500 M€.

⁴³ Sous le numéro 402 098 917.

⁴⁴ Sous le numéro 306 127 721.

⁴⁵ Le changement de dénomination est intervenu le 1^{er} janvier 2018.

⁴⁶ Sous le numéro 309 044 840.

Conseil en investissement d'Altamir, Amboise Partners en détient par ailleurs 0,6% du capital ; les relations entre Altamir et Amboise Partners sont régies par un contrat de conseil en investissements⁴⁷ ; la nature, l'objet et les modalités des prestations de conseil en investissement d'Apax Partners SA, devenue Amboise Partners, sont relatés dans le rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions et engagements réglementés⁴⁹.

Apax Partners SA est en outre historiquement la société de gestion des fonds français créés de 1983 (Apax CR) à 2006 (Apax France VII, totalement investi)⁵⁰.

Le Conseil d'Administration d'Amboise Partners est présidé par M. Maurice Tchenio, également Directeur Général.

2.1.5. Les Fonds Apax

Apax Partners, créée en 1972 en France et au Royaume-Uni sous le nom de Multinational Management Group (MMG), a été cofondée par M. Maurice Tchenio et M. Ronald Cohen. [Apax Partners SAS](#) opère en France et en Europe francophone sur les marchés du *mid market* (PME et ETI) (§ 2.1.5.1) et [Apax Partners LLP](#) au Royaume-Uni à une échelle plus globale s'étendant, au-delà du contour des pays membres de l'Union Européenne, à l'international (§ 2.1.5.2).

2.1.5.1. Apax Partners SAS

Apax Partners SAS⁵¹ est un acteur majeur du *Private Equity*, basé à Paris, investissant en Europe francophone au capital d'entreprises de taille moyenne⁵². Dotée d'un effectif d'une trentaine de professionnels spécialisés par secteur d'activité, Apax Partners SAS est la société de gestion des Fonds Apax :

- Apax France VIII, levé en 2011 (703 M€),
- Apax France IX, levé en 2016 (1 Md€),

et a vocation à gérer les fonds futurs ; Apax Partners SAS est en outre conseil en investissements d'Amboise Partners pour les investissements historiques (§ 2.1.4)⁵³.

Les fonds gérés et conseillés par Apax Partners SAS s'élèvent à plus de 3 Md€ (§ 3.1.2).

2.1.5.2. Apax Partners LLP

Apax Partners LLP est un des principaux acteurs du *Private Equity* dans le monde, basé à Londres, investissant en Europe (hors France), en Amérique du Nord et dans les principaux pays émergents (Brésil, Chine, Inde) au capital de grandes entreprises⁵⁴. Avec un effectif

⁴⁷ Altamir et Altamir Gérance n'ont pas de salariés.

⁴⁸ Les termes du contrat de conseil en investissement sont approuvés en vertu de l'article [L. 226-10](#) du Code de commerce.

⁴⁹ Source : [DDR 2017](#), pp. 169-170.

⁵⁰ Source : [DDR 2017](#), p. 20.

⁵¹ Ex-Apax Partners Midmarket SAS ; le changement de dénomination est intervenu le 1^{er} octobre 2017.

⁵² Valeur d'entreprise comprise entre 100 M€ et 1 Md€ ; montant d'investissement par opération (*equity ticket*) de 50 M€ à 150 M€.

⁵³ Conseil en investissements et actionnaire d'Altamir SCA (§ 2.1.4).

⁵⁴ Valeur d'entreprise comprise 1 Md€ et 5 Md€ ; *equity ticket* de 360 M\$ à 420 M\$.

d'environ 120 professionnels répartis sur 8 bureaux⁵⁵, Apax Partners LLP gère entre autres les Fonds Apax :

- Apax VIII LP, levé en 2013 (7,5 Md\$) ;
- Apax IX LP, levé en 2016 (9 Md\$).

Les fonds gérés et conseillés par Apax Partners LLP s'élèvent à plus de 42 Md€ (48 M\$).

2.2. Objectifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

À ce jour, l'Initiateur détient :

- seul 10.510.364 Actions (représentant 28,77% et 28,79% du capital respectivement avec et sans les actions B) et autant de droits de vote théoriques (28,79%) de la Société ;
- avec Amboise Partners, dont il détient 99,9% du capital (§ 2.1.3), 10.736.674 Actions (représentant 29,39% et 29,41% du capital respectivement avec et sans les actions B) et autant de droits de vote théoriques (29,41%) de la Société (§ 2.3),

étant précisé que les Actions représentent 99,95% du capital et 100% des droits de vote de la Société, compte tenu de l'existence des actions B qui ne confèrent pas de droit de vote à leurs détenteurs.

L'OPA, qui est volontaire :

- vise à proposer aux actionnaires d'Altamir une liquidité immédiate sur les titres qu'ils détiennent, tout en maintenant la cotation des Actions qui singularise la vocation de la Société dans le domaine du *Private Equity* (§ 2.1.1) ;
- est réalisée selon la procédure normale d'offre⁵⁶, l'Initiateur détenant moins de la moitié du capital ou des droits de vote de la Cible.

Dans le cas où M. Maurice Tchenio, Amboise et Amboise Partners viendraient, à l'issue de l'Offre en ce comprise le cas échéant l'Offre ré-ouverte (§ 1), à détenir une participation représentant plus de 65% du capital d'Altamir, un reclassement des Actions interviendrait à l'initiative d'Amboise au-delà de ce seuil, afin de reconstituer un flottant (§ 2.5.3).

2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société et périmètre de l'Offre

A ce jour, les Actions, les actions B et les droits de vote théoriques⁵⁷ d'Altamir se répartissent comme suit, étant précisé qu'aucune opération sur le capital de la Société n'est intervenue depuis l'augmentation de capital en numéraire suite à l'exercice de bons de souscription d'actions, en date du 29 septembre 2008⁵⁸ :

⁵⁵ À Londres, Hong-Kong, Mumbai, Munich, New-York, Sao Paulo, Shanghai, Tel-Aviv.

⁵⁶ En application des articles [232-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF.

⁵⁷ Conformément aux dispositions de l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁵⁸ Source : [DDR 2017](#), p. 155.

Structure du capital et des droits de vote				
	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote
Amboise SAS	10 510 364	28,77%	10 510 364	28,79%
Amboise Partners SA (ex-Apax Partners SA)	226 310	0,62%	226 310	0,62%
Sous-total Maurice Tchenio et sociétés apparentées	10 736 674	29,39%	10 736 674	29,41%
Public	22 429 485	61,40%	22 429 485	61,43%
Moneta Asset Management	3 320 000	9,09%	3 320 000	9,09%
Auto-détention	26 142	0,07%	26 142	0,07%
Sous-total flottant et auto-détention	25 775 627	70,56%	25 775 627	70,59%
Total Actions (ordinaires)	36 512 301	99,95%	36 512 301	100%
Actions B	18 582	0,05%		
Total Général	36 530 883	100%	36 512 301	100%

Source : Société

La Direction nous a confirmé l'absence :

- d'instrument financier ou droit susceptible de donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société⁵⁹ ; et
- à sa connaissance, de pacte et d'autres engagements de même nature signés entre actionnaires.

Le nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre porte sur un total de **21.584.485**⁶⁰ Actions, représentant 59,12% des Actions et des droits de vote de la Société, étant précisé que :

- les actions auto-détenues ne sont pas apportées à l'Offre ;
- les détenteurs d'actions B renoncent expressément au bénéfice de l'Offre (§ 2.5.1) ;
- certains détenteurs d'Actions se sont engagés à ne pas les apporter à l'Offre, à concurrence d'un nombre total d'Actions de 4.165.000 (§ 2.5.2).

2.4. Financement de l'Offre

Dans le cas où l'ensemble des détenteurs des Actions visées par l'Offre les apporteraient à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire⁶¹ devant être payée par l'Initiateur s'élèverait à 361⁶² M€ ; les commissions et frais annexes portent le total du financement de l'Offre à 368 M€.

⁵⁹ La Société n'a pas attribué de stock-options ni d'actions gratuites.

⁶⁰ Nombre d'Actions non détenues par Amboise et Amboise Partners : 25.775.627 – nombre d'Actions auto-détenues non apportées à l'Offre : 26.142 - nombre d'Actions non apportées à l'Offre (hors Actions auto-détenues) : 4.165.000.

⁶¹ Hors commissions et frais annexes.

⁶² Nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre : 21.584.485 Actions (§ 2.3) x Prix d'Offre : 16,71 € (§ 1).

L'Offre sera financée comme suit :

- Amboise financera l'Offre à concurrence de 82 M€ sur ses ressources propres ;
- M. Maurice Tchenio participera personnellement au financement de l'Offre à hauteur de 16 M€ (§ 2.5.4) ;
- pour le solde, Amboise bénéficie de financements bancaires à concurrence de 270 M€, revêtant la forme de deux contrats de prêt, d'un montant respectivement de 160 M€ (contrat *senior*⁶³) et de 110 M€ (contrat *junior*⁶⁴), étant précisé que le prêt de 110 M€ s'entend dans le cas où l'Initiateur devrait acquérir au terme de l'Offre la totalité des Actions visées par l'Offre, et comprend deux tranches de 55 M€ chacune :
 - la première tranche de 55 M€ correspond, d'une part, aux engagements de reprise d'Actions par des actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre, couverts par des promesses d'achat stipulées au Prix d'Offre exerçables par l'Initiateur auprès des promettants à l'issue de l'Offre, sur une enveloppe globale de 2.393.776 Actions représentant, par référence au Prix d'Offre, un montant de 40 M€ qui sera affecté au remboursement du prêt bancaire (§ 2.5.3) et, d'autre part, à la possibilité pour M. Maurice Tchenio de se substituer à Amboise sur une partie du prêt bancaire, à concurrence de 15 M€ (§ 2.5.4) ;
 - la seconde tranche de 55 M€ couvre le solde des Actions visées par l'Offre.

2.5. Accords Connexes

2.5.1. Renonciation des titulaires d'actions B au bénéfice de l'Offre

Les actions B ne pouvant être détenues, aux termes de l'article 10⁶⁵ des statuts de la Société, que par le Gérant (Altamir Gérance), la société de conseil en investissement (Amboise Partners) ou ses préposés⁶⁶, ou la Société elle-même :

- l'Initiateur ne peut pas se porter acquéreur des actions B ; et
- l'ensemble des titulaires d'actions B renoncent expressément au bénéfice de l'Offre, aux termes d'accords⁶⁷ conclus avec l'Initiateur, en présence de la Société, et s'engagent à conserver les actions B qu'ils détiennent ou celles qu'ils viendraient à détenir pendant toute la durée de l'Offre, en ce comprise l'Offre ré-ouverte.

⁶³ Le contrat *senior* est conclu avec les Financeurs (HSBC et CA-CIB).

⁶⁴ Le contrat *junior* est conclu avec CA-CIB.

⁶⁵ Source : [DDR 2017](#), p. 166.

⁶⁶ Personnes titulaires d'un mandat social ou d'un contrat de travail auprès du Gérant ou de la société de conseil en investissement ; toute société civile composée exclusivement du Gérant, de la société de conseil en investissement et des personnes susmentionnées ; la Société elle-même dans les conditions prévues par la loi et par les statuts.

⁶⁷ « Protocoles de renonciation à l'Offre des porteurs d'actions B ».

2.5.2. Engagements de non-apport d'Actions à l'Offre

Amboise Partners, détenant 226.310 Actions, a pris l'engagement de les conserver durant l'Offre, dans le cadre d'un engagement de non apport⁶⁸ de ces titres à l'Offre conclu avec l'Initiateur, en présence de la Société.

Par ailleurs, plusieurs actionnaires, qui détiennent au total 4.165.000 Actions, représentant 11,4% du capital et des droits de vote de la Société, s'engagent également, aux termes d'accords⁶⁹ conclus avec l'Initiateur, en présence de la Société, à ne pas apporter leurs titres à l'Offre, et donc à les conserver, sauf en cas d'offre concurrente ; en conséquence, le nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre s'établit à 21.584.485⁷⁰ (§ 2.3). La contrepartie de ces engagements de non-apport à l'Offre est l'engagement de l'Initiateur de maintenir le flottant à l'issue de l'Offre et d'œuvrer à la reconstitution d'une liquidité du marché de l'Action à l'issue de l'Offre.

2.5.3. Engagements de reprise d'Actions auprès de l'Initiateur par des actionnaires à l'issue de la clôture de l'Offre et modalités de reclassement d'Actions par l'Initiateur

Afin d'assurer l'accroissement du flottant à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a d'ores et déjà l'assurance de pouvoir reclasser une partie des titres acquis dans le cadre de l'Offre auprès d'actionnaires qui se sont engagés :

- à ne pas apporter leurs titres à l'Offre (§ 2.5.2) ; et
- à reprendre auprès d'Amboise, aux termes d'une promesse d'achat⁷¹ stipulée au Prix d'Offre exerçable par l'Initiateur auprès de chaque actionnaire promettant, au total 2.393.776 Actions, le fait déclencheur de la promesse d'achat découlant de l'avis de résultat de l'Offre, en ce comprise l'Offre ré-ouverte ; Amboise a pris l'engagement d'affecter la contrepartie de ces promesses d'achat, d'un montant total de 40 M€⁷², au remboursement du prêt bancaire (§ 2.5.3).

L'Initiateur ne pourra exercer cette promesse d'achat vis-à-vis des actionnaires promettants que pour autant que le nombre total d'Actions détenues par le Groupe Majoritaire (M. Maurice Tchenio⁷³, Amboise et Amboise Partners) viendrait à dépasser le Seuil de Détention du Groupe Majoritaire *i.e.* à représenter plus de 65% du capital de la Société à l'issue de l'Offre, en ce comprise le cas échéant l'Offre ré-ouverte (§ 1).

Les actionnaires qui se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre se sont également engagés à ne pas les céder dans les 6 mois suivant l'Offre, afin de permettre à l'Initiateur de procéder dans les meilleures conditions au reclassement d'une partie des Actions acquises dans le cadre de l'Offre.

⁶⁸ « Protocole de non apport à l'Offre – garantie de flottant et de liquidité » conclu entre Amboise Partners SA et Amboise SAS en présence d'Altamir SCA (19 avril 2018).

⁶⁹ « Protocoles de non apport à l'Offre – garantie de flottant et de liquidité ».

⁷⁰ 25.775.627 Actions non encore détenues par Amboise et Amboise Partners (§ 2.3) - 26.142 Actions auto-détenues non apportées à l'Offre (§ 2.3) - 4.165.000 Actions objet des engagements de non-apport (hors engagement de conservation des titres détenus par Amboise Partners).

⁷¹ « Promesse d'achat d'actions de la Société Altamir ».

⁷² Total d'Actions objet d'une promesse d'achat : 2.393.776 Actions x Prix d'Offre : 16,71 € (§ 1).

⁷³ M. Maurice Tchenio fait partie du Groupe Majoritaire en raison de ses engagements dans le cadre du financement de l'Offre (§ 2.5.4).

Dans l'hypothèse de l'apport à l'Offre de la totalité des 21.584.485 Actions visées par l'Offre (§ 2.5.2) :

- le Groupe Majoritaire viendrait à détenir 32.321.159⁷⁴ Actions ;
- au vu des engagements précités de reprise d'Actions auprès de l'Initiateur par des actionnaires à concurrence de 2.393.776 Actions, aux termes de promesses d'achat stipulées au Prix d'Offre exerçables par l'Initiateur auprès des promettants, le solde des Actions à reclasser par l'Initiateur auprès du public pour revenir au Seuil de Détention du Groupe Majoritaire, correspondant à 23.732.994⁷⁵ Actions, s'établirait à 6.194.388 Actions.

2.5.4. Engagements de M. Maurice Tchenio dans le cadre du financement de l'Offre

Dans le cadre du financement de l'Offre, M. Maurice Tchenio :

- s'engage à se substituer à Amboise pour financer personnellement l'Offre à concurrence de 16 M€⁷⁶, via l'acquisition de 957.510 Actions au-delà des Actions acquises par Amboise sur ses ressources propres (82 M€) (§ 2.4) ;
- se réserve la possibilité de se substituer à Amboise pour l'acquisition de 897.666 Actions supplémentaires, *i.e.* à concurrence de 15 M€⁷⁷.

2.5.5. Synthèse

En définitive, les Accords Connexes se rapportent essentiellement⁷⁸ au Seuil de Détention du Groupe Majoritaire, ainsi qu'aux modalités de financement de l'Offre.

⁷⁴ Nombre d'Actions détenues par Amboise : 10.510.364 + nombre d'Actions détenues par Amboise Partners : 226.310 (§ 2.3) + nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre : 21.584.485.

⁷⁵ Nombre d'Actions : 36.512.301 (§ 2.3) x Seuil de Détention du Groupe Majoritaire : 65%.

⁷⁶ 957.510 Actions x Prix d'Offre : 16,71 € (§ 1).

⁷⁷ 897.666 Actions x Prix d'Offre : 16,71 € (§ 1).

⁷⁸ À l'exception de la renonciation formelle des titulaires d'actions B au bénéfice de l'Offre.

3. Présentation de la Société⁷⁹

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4), à établir un diagnostic à partir :

- d'informations sectorielles et de données de marché sur le *Private Equity* (§ 3.1),
- ainsi que de l'historique du développement et de la performance de la Société (§ 3.2 et § 3.3),

afin de dégager les principales forces et faiblesses de la Société ainsi que les opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée sur le marché du *Private Equity* (§ 3.4).

3.1. Caractéristiques du marché du *Private Equity*

3.1.1. Définition générale du *Private Equity* et cadre réglementaire français

Le *Private Equity* ou capital-investissement, qui œuvre au développement, à la transformation et à l'expansion d'entreprises innovantes à capitaux généralement privés, en finance, à des stades successifs :

- le démarrage (capital-risque : *venture capital*), en particulier des *start-ups* ;
- le développement (capital-développement : *growth capital*) ;
- l'acquisition ou la transmission (*Leveraged Buy-Out* : LBO / capital-transmission), généralement d'entreprises matures, le LBO se caractérisant par une prise de participation majoritaire *via* un financement par de la dette et l'effet de levier associé.

Le statut de société de capital-risque (SCR) confère aux entités opérant dans le *Private Equity* un cadre juridique et fiscal spécifique⁸⁰ adapté à la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, en contrepartie de certaines contraintes, dont principalement :

- la composition d'au moins 50% de l'actif net par des titres de capital, ou donnant accès au capital, émis par des sociétés non cotées en bourse, sises dans un état membre de l'Union Européenne, en Norvège, en Islande ou au Liechtenstein ;
- l'absence de dette structurelle limitant l'endettement à 10% de l'actif net social ; et
- l'exercice d'une activité industrielle ou commerciale, excluant *de facto* une activité civile.

⁷⁹ Références bibliographiques répertoriées en **Annexe 4**.

⁸⁰ Le régime des SCR est défini par la loi n° [85-695](#) du 11 juillet 1985, ainsi que par le [Code général des impôts](#) et la doctrine administrative du [11 mars 2013](#) et du [29 avril 2013](#).

Le statut de SCR est assorti d'un régime fiscal avantageux pour la société de capital-risque, l'exonérant de l'impôt sur les sociétés⁸¹ au titre des produits perçus et plus-values réalisées, et, sous certaines conditions comprenant des obligations de détention des titres détenus dans la SCR, d'un régime fiscal de faveur pour ses actionnaires⁸².

3.1.2. Typologie des acteurs

Aux côtés des grands acteurs anglo-saxons, tels [Advent International](#), [Apollo Management](#), [Bridgepoint](#), [KKR](#), leaders mondiaux du *Private Equity*, présents en France au sein de « bureaux-relais » des investissements de ces *majors* du *Private Equity* dans le pays ou à l'échelle européenne, les *leaders* français du capital-investissement opèrent essentiellement sur les segments du capital-développement et du capital-transmission (§ 3.1.1) et sur des opérations de grande ampleur, lesquelles tendent à se diversifier, dans le domaine par exemple de l'immobilier et de l'infrastructure.

Les sociétés de capital-investissement indépendantes, qu'elles soient cotées ([Eurazeo](#), [IDI](#), [Wendel](#)) ou non cotées ([Ardian](#), [PAI Partners](#), [LBO France](#)), sont devenues les principaux acteurs dans l'Hexagone ; par ailleurs la banque publique d'investissement⁸³, [Bpifrance](#), poursuit son développement dans le *Private Equity*, mais sur des segments plus risqués que ceux occupés par les sociétés privées, jugés fondamentaux pour l'équilibre économique sur le plan national, *via* des participations souvent minoritaires au capital des entreprises concernées. Dans ce panorama, [Apax Partners SAS](#)⁸⁴, actif dans le capital-développement et le capital-transmission, avec un volant de capitaux gérés de plus de 3 Md€ (§ 2.1.5.1) :

- compte parmi les 20 premiers acteurs français⁸⁵ ;
- accompagne les entreprises, sur une durée d'investissement d'environ 5 ans, pour le financement de diverses opérations de croissance, dans une fourchette d'investissement par opération de 50 M€ à 150 M€ ;
- s'adresse pour les levées de fonds à une clientèle pour une large part institutionnelle ;
- mobilise son équipe de professionnels pour détecter les opportunités d'investissement (§ 2.1.5.1).

⁸¹ La contribution additionnelle à l'impôt sur les sociétés de 3% des montants distribués est supprimée pour les distributions versées par la SCR à compter du 1^{er} janvier 2018.

⁸² Source : [DDR 2017](#), pp. 162-165 (cadre juridique et fiscal de la SCR).

⁸³ Issue du regroupement en 2013 des activités d'Oséo, du Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) et de CDC Entreprises.

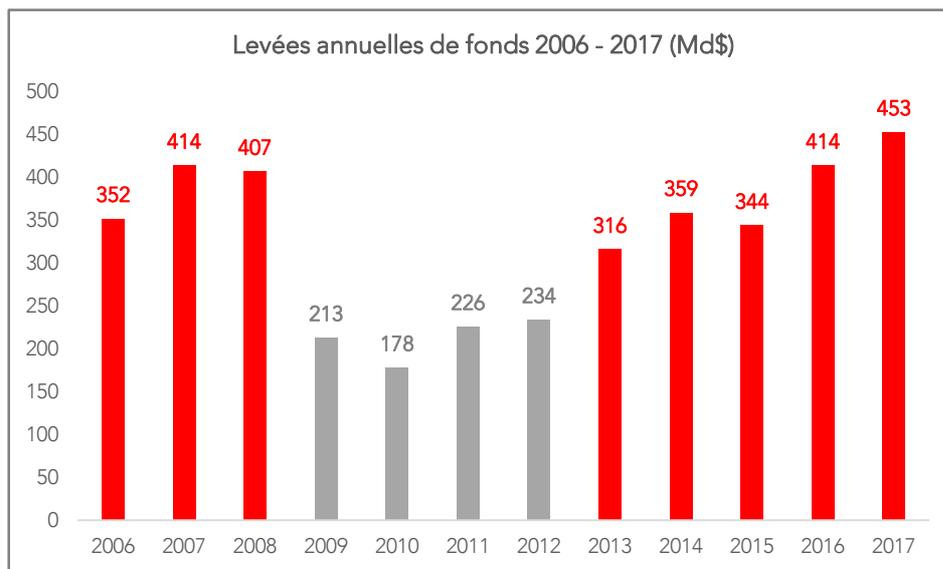
⁸⁴ Ex-Apax Partners Midmarket (§ 2.1.5.1).

⁸⁵ Source : Xerfi (2017). *Le capital-investissement*, mai.

3.1.3. Tendances sectorielles⁸⁶

Dans le prolongement de la croissance observée depuis plusieurs années sur le marché du *Private Equity*, l'année 2017 s'avère particulièrement marquante avec :

- > en termes de levée de fonds, une collecte recensée par Preqin⁸⁷ de plus de 450 Md\$ à l'échelle mondiale, et d'environ 110 Md\$⁸⁸ en Europe ; 2017, qui atteste de cette dynamique de la collecte, est la cinquième année consécutive à avoir dépassé le seuil de 300 Md\$ de levées de fonds de *Private Equity*, consolidant même le franchissement en 2016 du seuil de 400 Md\$ qui n'avait plus été atteint depuis l'avènement de la crise financière en 2007-2008 :



- > en ce qui concerne les fonds de *Leveraged Buy-Out* (LBO) européens, des investissements de près de 160 Md\$⁸⁹, et des désinvestissements par voie de fusions / acquisitions de l'ordre de 180 Md\$⁹⁰.

Le marché mondial des fusions-acquisitions en 2017, estimé par Bain & Company⁹¹ à environ 3,3 trilliards de dollars, a impliqué plus de 38.000 entreprises, les fonds de *Private Equity* ayant seulement emporté 13% de la valeur et 8% du volume de ce marché, illustration d'un déséquilibre structurel entre l'offre et la demande résultant d'une forte concurrence sur les transactions entre les acteurs présents sur ce secteur.

⁸⁶ Sources : Entretiens avec la Direction et le Président Directeur Général d'Apax Partners SAS ; [DDR 2017](#) ; Bain & Company (2018). [Global Private Equity Report 2018](#) ; France Invest (2018). [Activité des acteurs français du capital investissement](#) ; Preqin (2018). [Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report](#) ; [Preqin Investor Outlook: alternative assets H1 2018](#) ; Xerfi (2017). [Le capital investissement](#).

⁸⁷ Preqin (2018). [Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report](#).

⁸⁸ Versus 120 Md\$ en 2016.

⁸⁹ Versus 125 Md\$ en 2016.

⁹⁰ Versus 150 Md\$ en 2016.

⁹¹ Bain & Company (2018). [Global Private Equity Report 2018](#).

L'asymétrie entre l'offre et la demande favorise la hausse des prix au travers des multiples⁹² d'acquisition, et se traduit *in fine* par un renforcement du phénomène de « poudre sèche » (« *Dry Powder*») i.e. d'argent disponible pour l'investissement (capital non investi)⁹³. Ce constat de « poudre sèche » à un instant « t » doit toutefois être pondéré par les hypothèses de durées d'investissement des fonds, en moyenne désormais de 5 ans versus 4 ans avant la crise financière de 2008.

En Europe, le marché du *Private Equity* français se situe au deuxième rang, derrière le Royaume-Uni, avec un total de levées de fonds de 10 Md€ appelé à doubler à l'horizon 2020 ; cette tendance pourrait à terme positionner la France devant le Royaume-Uni sur le marché du capital-investissement en Europe⁹⁴.

3.2. Positionnement et spécificités d'Altamir sur son marché

Rayonnant en France et plus largement en Europe ainsi qu'en Amérique du Nord et, dans une moindre mesure, dans certains pays émergents (Brésil, Chine, Inde) au travers respectivement d'Apax Partners SAS (France) et d'Apax Partners LLP (Londres) qui gèrent les Fonds Apax, Altamir bénéficie :

- des tendances favorables du secteur (§ 3.1) ; et
- de l'inversion actuelle de l'échelle d'attractivité des pays européens pour les investisseurs, qui repositionne la France au premier rang devant le Royaume-Uni, notamment suite au *Brexit* et en réaction aux incertitudes autour des projets et décisions de l'administration américaine ; ces facteurs influent, directement ou indirectement, de façon favorable sur la perception de la France que peuvent avoir certains investisseurs.

Le stade de développement des composantes du Portefeuille correspond, à quelques exceptions près, à la maturité propre au LBO.

3.2.1. Stratégie d'investissement

La stratégie d'investissement de la Société est associée à celle d'Apax Partners SAS et d'Apax Partners LLP, gestionnaires des Fonds Apax, qui repose sur :

- des investissements responsables⁹⁵ dans des sociétés en croissance opérant sur quatre secteurs de spécialisation (§ 3.3.2.2) ;
- des opérations de LBO et capital-développement ;
- un positionnement au capital comme investisseur majoritaire ou de référence ;

⁹² La moitié des transactions ont été réalisées à plus de 11x EBITDA.

⁹³ L'estimation de la « poudre sèche » dépasse 600 Md\$ sur le segment *buy-out*, en progression annuelle de 12% sur les 5 dernières années ; elle s'établit à 1,7 Md\$ tous segments confondus (*buy-out*, immobilier, capital-risque, infrastructure, capital développement,...).

⁹⁴ Olivier Millet, Président de France Invest (ex-Association Française des Investisseurs pour la Croissance – AFIC). « La France peut devenir le premier marché du capital-investissement en Europe ». *Option Finance*, 26 février 2018, p. 7.

⁹⁵ Selon les trois critères de mesure de la performance en matière de développement durable : Environnement, Social, Gouvernance (ESG).

- une politique de versement annuel de dividendes, en l'occurrence de l'ordre de 2% à 3% de l'ANR⁹⁶ en ce qui concerne la Société (§ 3.3.1) ;
- un multiple de sortie de 2 à 3 fois les montants investis⁹⁷.

La logique « *Evergreen* » poursuivie par Altamir, consistant à accompagner les sociétés investies autant que possible jusqu'à leur pleine maturité, est celle d'une SCR qui, contrairement aux fonds traditionnels de capital-investissement, n'a pas de durée de vie temporellement limitée, et est ainsi en mesure de déployer une stratégie de long terme créatrice de valeur pour ses investissements⁹⁸ ; au cas d'espèce, cette stratégie table sur un renforcement de la croissance des actifs et de la capitalisation boursière de la Société, dont la décote sur ANR a jusqu'alors été plus importante que celle d'autres acteurs et fonds de *Private Equity*.

La Société affiche :

- pour 2018, un objectif de 6 à 8 nouveaux investissements pour un montant total de 100 M€ au minimum et un volume de cessions d'au moins 150 M€⁹⁹ ;
- à terme, une valeur de Portefeuille d'un milliard d'euros¹⁰⁰.

3.2.2. Valorisation du Portefeuille¹⁰¹

Les sociétés du Portefeuille, détenues en direct ou par l'intermédiaire des Fonds Apax, sont valorisées par les sociétés de gestion des fonds auxquelles elles se rattachent ; les valorisations sont revues successivement par les commissaires aux comptes des fonds et les comités consultatifs de ces fonds qui statuent en dernier ressort.

Les principes de valorisation suivis par les sociétés de gestion des Fonds Apax sont les suivants, en application de ceux de la juste valeur¹⁰² :

- pour les participations cotées : valorisation en fonction du dernier cours de bourse¹⁰³ ;
- pour les participations non cotées détenues depuis plus d'un an : valorisation sur la base d'un échantillon de multiples comparables (boursiers et transactionnels), assortie pour Apax Partners SAS¹⁰⁴ d'une décote potentielle jusqu'à 30% ;

⁹⁶ Source : [DDR 2017](#), p. 15 et p. 17.

⁹⁷ Source : [DDR 2017](#), p. 18.

⁹⁸ Dans le cas d'un fonds de capital-investissement traditionnel à durée de vie limitée, les investissements sont généralement cédés à l'échéance du fonds.

⁹⁹ Source : [DDR 2017](#), p. 5.

¹⁰⁰ Source : [2017 Results](#), p. 4 ; cet objectif de masse critique est réaffirmé parmi les intentions de l'Initiateur et de la Cible dans le cadre de l'Offre.

¹⁰¹ Source : [DDR 2017](#), p. 68.

¹⁰² Recommandée par l'*International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV)*.

¹⁰³ Sauf restriction de négociabilité ou autres cas exceptionnels.

¹⁰⁴ Apax Partners LLP n'applique en principe aucun ajustement, dans la mesure où les investissements d'Apax Partners LLP, comparativement à ceux d'Apax Partners SAS, concernent des sociétés de taille plus importante.

- pour les participations non cotées détenues depuis moins d'un an : valorisation au prix de revient pour Apax Partners SAS¹⁰⁵, proche du prix de revient pour Apax Partners LLP¹⁰⁶.

Par symétrie et analogie, la Société se conforme en principe aux valorisations effectuées par les sociétés de gestion des fonds ; les valorisations, établies conformément aux principes de juste valeur (§ 3.3.2.3), sont toutefois revues successivement par :

- la direction d'Altamir Gérance ;
- les commissaires aux comptes d'Altamir ;
- le Comité d'Audit ;
- le Conseil de Surveillance dans son ensemble.

3.2.3. Rémunération de la performance¹⁰⁷

3.2.3.1. *Carried Interest*

L'intéressement des gestionnaires à la performance des fonds de *Private Equity* revêt la forme d'un *carried interest*, en l'espèce calculé à deux étages, le mode de calcul étant à distinguer pour les investissements effectués avant et après 2011, année à partir de laquelle les investissements d'Altamir ont été réalisés au travers des Fonds Apax ; subséquemment l'année 2012 marque le début de l'internationalisation du Portefeuille :

- Pour les investissements antérieurs à 2011 :
 - *carried interest* assimilable à un dividende prioritaire à hauteur de 20% des gains nets versé à **Altamir Gérance**, associé commandité et gérant d'Altamir (2%) (§ 2.1.2) ainsi qu'aux **titulaires d'actions B** (18%) (§ 2.1.1) :
 - le *carried interest* est calculé en fonction du résultat net social retraité, tenant compte des plus-values réalisées et des moins-values latentes donnant lieu à des dépréciations de titres, mais excluant les plus-values latentes ;
 - ce dispositif n'est assorti d'aucune condition de rendement prioritaire (*hurdle rate* ou seuil minimum de performance), étant précisé que depuis la création de la Société le taux de rendement interne (TRI) brut sur l'ensemble des cessions d'opérations de LBO et de capital développement s'est établi à 18,9%¹⁰⁸, niveau très supérieur au *hurdle rate* usuellement pratiqué dans le domaine du *Private Equity* (8%)¹⁰⁹ ;

¹⁰⁵ Sauf situations particulières.

¹⁰⁶ À la différence des participations de capital-développement, les investissements LBO peuvent être revalorisés dès le premier jour de leur détention.

¹⁰⁷ Source : [DDR 2017](#), pp. 51-52.

¹⁰⁸ Chiffre audité par E&Y, co-commissaire aux comptes de la Société.

¹⁰⁹ Les sommes versées au titre du *carried interest* pour les investissements antérieurs à 2011 auraient par conséquent été les mêmes si un seuil minimum de performance avait été instauré à l'époque.

- Pour les investissements postérieurs à 2011 :
 - *carried interest* dû à **Apax Partners SAS** et **Apax Partners LLP**, gestionnaires des Fonds Apax (§ 2.1.5), comportant une clause de *hurdle rate* (8%), et portant sur 20% des plus-values réalisées ou latentes au-delà du *hurdle rate* ;
 - *carried interest* dû à **Altamir Gérance**, associé commandité et gérant d'Altamir (§ 2.1.2), ainsi qu'aux **titulaires d'actions B** (§ 2.1.1), sur les co-investissements réalisés aux côtés des Fonds Apax, si le TRI annuel généré excède le *hurdle rate* (8%).

3.2.3.2. Coûts de gestion

En distinguant, comme pour le *carried interest*, les périodes antérieures et postérieures à 2011 (§ 3.2.3.1), les coûts de gestion se décomposent :

- Pour les investissements antérieurs à 2011 :
 - en coûts directs concernant **Altamir Gérance**, calculés à raison de 2% annuellement (1% semestriellement) sur la situation nette sociale d'Altamir *i.e.* hors plus-values latentes ;
- Pour les investissements postérieurs à 2011 :
 - en coûts directs concernant **Altamir Gérance**, calculés à raison de 2% annuellement (1% semestriellement) sur la situation nette sociale d'Altamir *i.e.* hors plus-values latentes, avec un mécanisme correcteur excluant de l'assiette de calcul les montants investis au travers des Fonds Apax¹¹⁰ ;
 - en coûts indirects correspondant aux honoraires de gestion prélevés par **Apax Partners SAS** et **Apax Partners LLP** et aux frais de fonctionnement des **Fonds Apax** gérés par Apax Partners SAS et Apax Partners LLP.

3.3. Analyse historique de la performance d'Altamir

Les données présentées ci-après sont issues des comptes consolidés établis en référentiel IFRS¹¹¹ (§ 4.1.1) et certifiés par les commissaires aux comptes de la Société ; les points clés de l'audit relevés par les commissaires aux comptes¹¹² dans leur rapport sur les comptes consolidés au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017 et communiqués au Comité d'Audit portent sur l'évaluation du portefeuille d'investissement et le respect du statut de SCR¹¹³.

La valorisation du Portefeuille répond aux principes de juste valeur des référentiels internationaux applicables en comptabilité (IFRS) et en valorisation (IPEV) (§ 3.2.2).

¹¹⁰ Les co-investissements d'Altamir aux côtés des Fonds Apax, au titre desquels les Fonds Apax ne prélèvent ni *carried interest* ni honoraires de gestion, sont inclus dans la base de calcul des honoraires de gestion d'Altamir Gérance, constituée de la situation nette sociale, à l'identique des règles prévalant pour les investissements effectués avant 2011.

¹¹¹ Source : Documents de référence 2012 à 2017.

¹¹² Corevise et E&Y.

¹¹³ Source : [DDR 2017](#), pp. 130-132.

3.3.1. Formation de l'Actif Net Réévalué

L'Actif Net Réévalué (ANR) ou *Net Asset Value* (NAV) d'Altamir au titre des 6 exercices clos du 31 décembre 2012¹¹⁴ au 31 décembre 2017¹¹⁵ s'analyse comme suit ; l'ANR par Action ci-après est déterminé en fonction du nombre d'Actions incluant les actions auto-détenues¹¹⁶, la Société procédant par ailleurs au calcul de de l'ANR par Action en excluant les actions auto-détenues¹¹⁷ (§ 2.3 et § 4.1.2) :

ANR par Action						
M€	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
Portefeuille	418	491	544	686	875	895
Trésorerie nette (Endettement net)	99	82	70	38	(4)	(38)
Autres dettes et actifs non courants	1	4	11	10	(3)	(2)
Part revenant au commandité et aux porteurs d'actions B	(24)	(28)	(29)	(39)	(44)	(30)
Part revenant aux porteurs de parts C d'Apax France VIII-B/France IX-B/Apax VIII LP	(3)	(6)	(10)	(16)	(34)	(38)
ANR	492	543	586	679	790	787
Nombre d'Actions	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5
ANR par Action au 31 décembre	13,47 €	14,87 €	16,04 €	18,60 €	21,62 €	21,54 €
Dividende par Action au titre de l'exercice précédent	0,20 €	0,41 €	0,45 €	0,50 €	0,56 €	0,65 €
Dividende par Action / ANR par Action N-1	1,7%	3,0%	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%

Source : Altamir, 2017 Results

Le nombre d'Actions étant invariant depuis 2012, la croissance de l'ANR par Action est à relier à l'évolution :

- de la valeur du Portefeuille *i.e.* de la juste valeur des actifs qui le composent (§ 3.2.2), couplée à un effort constant d'investissements financés sur fonds propres, sans augmentation de capital¹¹⁸ ; et
- des provisions pour *carried interest* des parts revenant au commandité ainsi qu'aux porteurs d'actions B et C (§ 3.2.3) :

¹¹⁴ Dans le prolongement du rapprochement avec les Fonds Apax opéré en 2011 par la Société en termes de stratégie d'investissement, l'année 2012 marque l'ouverture du Portefeuille à l'international (§ 3.2.3.1).

¹¹⁵ Source : [DDR 2017](#), p. 14 (structure financière) et p. 107 (bilan consolidé).

¹¹⁶ Source : [DDR 2017](#), p. 10 et [2017 Results](#), p.19.

¹¹⁷ Source : [DDR 2017](#), p. 121 ; l'ANR par Action sur la base d'un nombre d'Actions incluant et excluant les Actions auto-détenues ressort au 31 décembre 2017 respectivement à 21,54 € et à 21,56 €.

¹¹⁸ La dernière opération sur le capital de la Société date de 2008 (§ 2.3).

Evolution du Portefeuille						
M€	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
Portefeuille début de période		418	491	544	686	875
Acquisitions		92	52	31	194	122
Cessions		(106)	(57)	(15)	(194)	(136)
Variation de juste valeur		86	81	123	167	46
Autres mouvements		(0)	(23)	3	21	(12)
Portefeuille fin de période	418	491	544	686	875	895
Variation %		17%	11%	26%	27%	2%
Part commandité et porteurs d'actions B et C	(27)	(34)	(39)	(56)	(78)	(68)
% du Portefeuille fin de période	(6%)	(7%)	(7%)	(8%)	(9%)	(8%)

Source : Altamir, 2017 Results

Au 31 décembre 2017, la NAV d'Altamir, d'un montant de **786,7 M€**, correspond à la valeur du Portefeuille : **894,6 M€** (§ 3.3.2.1), minorée d'un montant net de **(107,9 M€)** constitué des éléments suivants :

- de l'endettement net : **(38,0 M€)** :
 - dettes financières nettes : (64,6 M€) (§ 3.3.4) ;
 - actifs financiers courants : 23,6 M€ (§ 3.3.5) ;
 - créances diverses : 3,0 M€ (§ 3.3.5) ;
- des autres dettes et actifs non courants **(2,2 M€)** :
 - dettes fournisseurs et comptes rattachés : (2,8 M€) ;
 - autres actifs financiers non courants : 0,6 M€ ;
 - créances diverses : pour mémoire ;
- des provisions pour *carried interest* : **(67,7 M€)** (§ 3.3.3) :
 - revenant au commandité et aux porteurs d'actions B : (29,7 M€) ;
 - des Fonds Apax (Apax France VIII-B, IX-B et Apax VIII LP¹¹⁹) : (38,0 M€).

Le repli de l'ANR de 0,37%¹²⁰ sur 2017, nonobstant l'augmentation de l'EBITDA moyen du Portefeuille (+27%), est à relier à l'impact négatif des multiples de valorisation des sociétés cotées du Portefeuille¹²¹ (0,55 € par Action) et à la baisse du dollar par rapport à l'euro pour les sociétés du Portefeuille dont les comptes sont libellés en dollars (hors effet de change, l'ANR par Action aurait été supérieur de 0,48 €)¹²².

¹¹⁹ Aucun *carried interest* n'a été comptabilisé au titre du fonds Apax IX LP.

¹²⁰ 21,54 € par Action à fin 2017 versus 21,62 € par Action à fin 2016.

¹²¹ Dont Altran et Amplitude Surgical (§ 3.3.2.2).

¹²² Source : [DDR 2017](#), pp. 3-4.

3.3.2. Caractéristiques du Portefeuille

Le Portefeuille d'Altamir se caractérise par :

- la concentration de sa valorisation sur 13 lignes de participations parmi les 49 que compte le Portefeuille (§ 3.3.2.1) ;
- sa diversité au sein des quatre secteurs TMT, Services, Consumer et Santé, une maturité étalée et une répartition relativement équilibrée entre la France et l'international (§ 3.3.2.2).

Sa valorisation répond aux principes de juste valeur des référentiels internationaux applicables dans le domaine comptable (IFRS) et en matière de valorisation (IPEV) (§ 3.3).

3.3.2.1. Principales composantes du Portefeuille

Le Portefeuille, dont la valorisation s'élève à **894,6 M€** au 31 décembre 2017, rassemble 49 lignes d'investissement, dont 13 en représentent près de 80% de la valeur (le « **Top 13** »), par ordre décroissant¹²³ :

- **Marlink**, société française comptant parmi les *leaders* mondiaux des services de communication par satellite ;
- **INSEEC U.**, *leader* de l'enseignement supérieur privé en France, regroupant 16 écoles ;
- **Albioma**, producteur français d'électricité, expert dans les énergies renouvelables ;
- **Snacks Développement**, *leader* des produits salés apéritifs à marques de distributeurs implanté en France ;
- **THOM Europe**, acteur français de référence de la distribution de bijoux en Europe au sein d'un réseau d'un millier de magasins ;
- **Melita**, premier opérateur de réseaux de télécommunications convergents à Malte ;
- **CIPRÈS Assurances**, courtier grossiste français spécialisé dans l'assurance santé et la prévoyance des travailleurs indépendants, dirigeants et salariés de TPE/PME ;
- **Altran**, groupe français *leader* mondial des services d'ingénierie et de recherche-développement ;
- **InfoVista**, un des principaux éditeurs français de solutions logicielles pour la gestion de performance des réseaux à travers le monde ;
- **SK FireSafety Group**, *leader* néerlandais dans le domaine de la sécurité incendie en Europe du Nord ;
- **Alain Afflelou**, un des principaux franchiseurs français opérant sur les marchés des produits d'optique et des aides auditives en Europe au sein d'un réseau de près de 1.500 magasins ;

¹²³ Source : [DDR 2017](#), pp. 25-44 (présentation détaillée du Portefeuille).

- > [Amplitude Surgical](#), acteur français de premier plan sur le marché mondial des technologies chirurgicales destinées à l'orthopédie pour les membres inférieurs ;
- > [Sandaya](#), opérateur français intégré de campings haut de gamme en France et en Espagne, dont les 16 campings sont référencés 4 à 5 étoiles¹²⁴.

Répartition du Portefeuille par valeur					
Participations		Secteur	Année	Juste valeur (M€)	%
Marlink		TMT	2016	122	14%
Insec		Services	2013	91	10%
Albioma		Services	2005	79	9%
Snacks Développement		Consumer	2013	70	8%
THOM Europe		Consumer	2010	62	7%
Melita		TMT	2016	48	5%
CIPRES Assurances		Services	2017	47	5%
Altran		TMT	2008	46	5%
InfoVista		TMT	2016	42	5%
SK FireSafety Group		Services	2014	37	4%
Alain Afflelou		Consumer	2012	27	3%
Amplitude Surgical		Santé	2011	22	2%
Sandaya		Consumer	2016	19	2%
Total Top 13				712	80%
Autres TMT (12 sociétés)		TMT		89	10%
Autres Services (10 sociétés)		Services		43	5%
Autres Santé (8 sociétés)		Santé		30	3%
Autres Consumer (6 sociétés)		Consumer		21	2%
Total des 49 participations				895	100%

Source : Altamir, 2017 Results

3.3.2.2. Diversification du Portefeuille¹²⁵

Sur les 49 sociétés composant le Portefeuille :

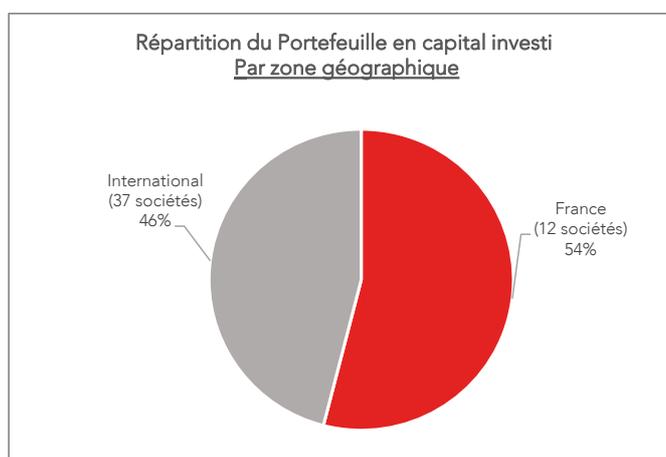
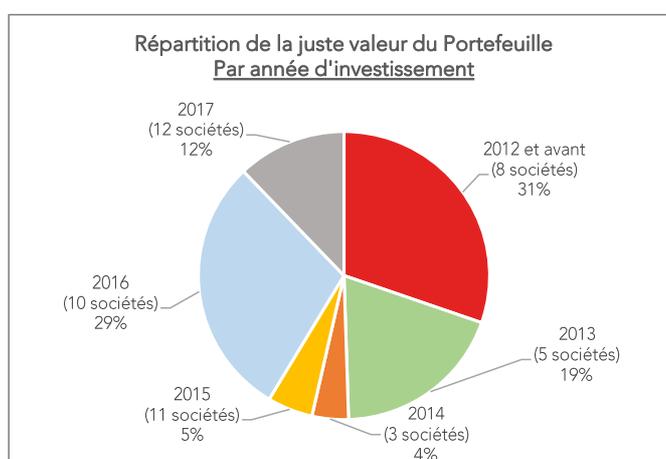
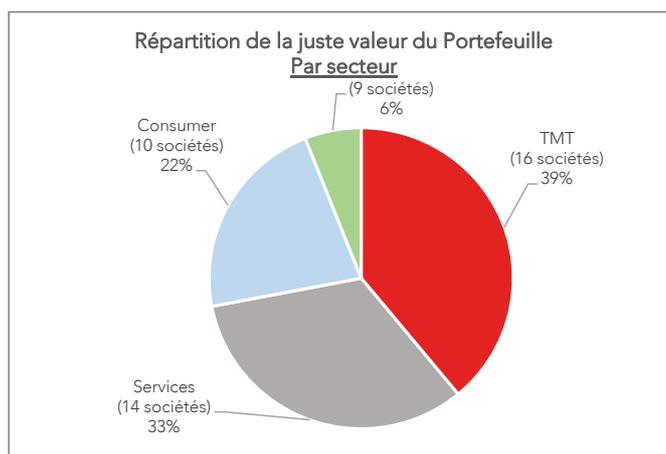
- > 40 sont non cotées ;
- > 9 sont cotées¹²⁶.

¹²⁴ Source : [DDR 2017](#), p. 11 et [2017 Results](#), p. 32.

¹²⁵ Source : [DDR 2017](#), p. 11 et [2017 Results](#), pp. 30-31.

¹²⁶ Outre [Albioma](#), [Altran](#) et [Amplitude Surgical](#) incluses dans le Top 13 (§ 3.3.2.1) : [Evry ASA](#) (prestataire norvégien de services informatiques en Europe du Nord) ; [Guotai Junan Securities](#) (société de courtage chinoise) ; [Huarong](#) (gestionnaire d'actifs chinois) ; [Manappuram Finance](#) (prêteur sur gage d'or indien) ; [Shriram City Union Finance](#) (société indienne spécialisée dans les services financiers de détail) ; [Zensar](#) (fournisseur indien de logiciels et de services informatiques) ; bien que cotée, la société [GFI](#), acteur français de référence dans le domaine des services informatiques et des logiciels, est valorisée dans le portefeuille d'Altamir sur la base d'une référence transactionnelle (§ 3.3.6.1).

Le Portefeuille se répartit comme suit, par secteur, maturité et géographiquement¹²⁷ :



¹²⁷ La part relative par secteur mentionnée graphiquement se réfère à la juste valeur de chaque secteur rapportée à la juste valeur de l'ensemble des 49 participations du Portefeuille (894,6 M€) :

- TMT : 347,3 M€ (39%) ;
- Services : 297,3 M€ (33%) ;
- Consumer : 197,9 M€ (22%) ;
- Santé : 52,1 M€ (6%).

Il en est de même de la part relative des millésimes d'investissement dans le graphique illustrant la maturité du portefeuille.

Le départage entre la France et l'international dans le graphique illustrant la répartition du Portefeuille par zone géographique fait référence aux capitaux investis.

La diversification du Portefeuille s'apprécie également au vu du poids des investissements directs dans la valorisation en juste valeur du Portefeuille (36,3% dont 10,4% de co-investissements¹²⁸ réalisés aux côtés des Fonds Apax) et indirects (63,7%) ; les investissements directs hors co-investissements (*Legacy Portfolio*) se rapportent principalement¹²⁹ aux cinq participations suivantes :

- > [Alain Afflelou](#) ;
- > [Albioma](#) ;
- > [Altran](#) ;
- > [GFI](#) ;
- > [THOM Europe](#).

S'agissant des investissements indirects, les Fonds Apax gérés par Apax Partners SAS sont prépondérants par rapport à ceux gérés Apax Partners LLP :

- > Apax France VIII-B et Apax France IX-B représentent respectivement 35,0% et 14,2% de la valorisation en juste valeur du Portefeuille,
- > tandis que Apax VIII LP et Apax IX LP n'en représentent respectivement que 7,8% et 6,8%.

3.3.2.3. Valorisation du Portefeuille

Conformément à la norme [IAS 39](#)¹³⁰, la Société a retenu l'option¹³¹ de valorisation du Portefeuille en juste valeur par la contrepartie du compte de résultat. En application de cette option :

- > les instruments de capitaux propres des entités concernées sont valorisés à leur juste valeur à l'actif du bilan ; et
- > les variations de juste valeur, positives ou négatives, transitent par le compte de résultat.

¹²⁸ Au total la Société a réalisé cinq co-investissements aux côtés des Fonds Apax : CIPRÈS Assurances, InfoVista, Marlink, Snack Développement et ThoughtWorks (§ 2.1.1).

¹²⁹ Hors [Groupe Royer](#) (numéro 2 en Europe du négoce de chaussures), dont le poids dans le Portefeuille est peu significatif.

¹³⁰ IAS 39 : « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation ».

¹³¹ Qu'Altamir exerce ou non une influence notable (entre 20% et 50% du pourcentage de contrôle) sur les entités constituant le Portefeuille.

Les principes de valorisation en juste valeur retenus sont fixés dans la norme [IFRS 13](#)¹³², qui distingue trois catégories de titres :

- Catégorie 1 : titres cotés sur un marché actif, évalués au cours de bourse ;
- Catégorie 2 : titres non cotés sur un marché actif, mais dont la valorisation se réfère à des données observables directement ou indirectement, *via* des références transactionnelles et les hypothèses que les acteurs sur le marché retiendraient pour la fixation du prix de l'actif ou du passif considéré ;
- Catégorie 3 : titres non cotés sur un marché actif, et dont la valorisation se réfère à des données non observables.

Conformément à la norme [IAS 39](#)¹³³, outre les instruments de capitaux propres, sont également exprimés en juste valeur les instruments en titres hybrides¹³⁴ et les instruments dérivés¹³⁵.

3.3.3. Provisions pour *carried interest*

Les provisions pour *carried interest*, d'un montant de **67,7 M€** au 31 décembre 2017, correspondent, conformément aux dispositions encadrant le calcul du *carried interest* (§ 3.2.3.1) :

- à la part revenant au commandité (Altamir Gérance) à hauteur de 29,7 M€ ; et
- à la part des plus-values latentes due aux porteurs de parts (C) des Fonds Apax, à hauteur de 38,0 M€ ; en l'occurrence : Apax France VIII-B (28,1 M€), Apax France IX-B (4,2 M€) et Apax VIII LP (5,7 M€)¹³⁶.

3.3.4. Dettes financières

Les dettes financières nettes de la trésorerie, d'un montant de **64,6 M€** au 31 décembre 2017, comprennent principalement :

- les dettes envers Apax France IX-B (38,9 M€) ;
- les lignes de crédit utilisées par Apax France VIII-B (18,0 M€) et Altamir (1,0 M€) ;
- le découvert bancaire d'Altamir (8,0 M€) sous déduction des disponibilités (1,3 M€).

¹³² IFRS 13 : « Évaluation de la juste valeur ».

¹³³ IAS 39 : « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation ».

¹³⁴ Obligations convertibles en actions (OCA), obligations remboursables en actions (ORA), par exemple.

¹³⁵ Bons de souscription d'actions (BSA), par exemple.

¹³⁶ Au 31 décembre 2017, les fonds Apax France VIII, Apax France IX et Apax VIII LP affichent un TRI supérieur à l'*hurdle rate* ; aucun *carried interest* n'a été comptabilisé au titre du fonds Apax IX LP.

3.3.5. Créances diverses et autres actifs financiers courants

La Société a demandé le remboursement de sommes versées au titre des trois derniers exercices clos concernant la contribution de 3% sur les dividendes qui a été censurée par le Conseil constitutionnel¹³⁷ ; le produit à recevoir correspondant, intérêts moratoires inclus, représente une créance de 3 M€ au 31 décembre 2017.

Les autres actifs financiers courants, qui s'élèvent à 23,6 M€ au 31 décembre 2017, englobent :

- un contrat de capitalisation chez Allianz valorisé en coût amorti ainsi que les intérêts capitalisés qui s'y rattachent (16,1 M€) ; et
- des créances des Fonds Apax VIII LP (3,4 M€) et IX LP (4,0 M€) au titre des appels de fonds non encore investis.

3.3.6. Formation du résultat net

L'état du résultat consolidé d'Altamir au titre des exercices clos du 31 décembre 2012¹³⁸ au 31 décembre 2017¹³⁹ s'analyse comme suit :

Compte de résultat consolidé						
M€	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
Variations de juste valeur	81	86	81	123	167	46
Écarts de valorisation sur cessions de la période	(1)	10	7	15	11	3
Autres revenus du Portefeuille	5	0	0	19	1	2
Résultat du Portefeuille	85	96	87	157	180	50
Achats et autres charges externes	(16)	(16)	(17)	(18)	(21)	(25)
Impôts, taxes et versements assimilés	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)
Autres produits	0	0	1	1	-	3
Autres charges	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(0)
Résultat opérationnel brut	68	81	70	138	157	27
Part revenant aux porteurs de parts C d'Apax France VIII-B/France IX-B/Apax VIII LP	(3)	(3)	(4)	(6)	(17)	(4)
Part revenant au commandité et aux porteurs d'actions B	(10)	(14)	(8)	(21)	(11)	(1)
Résultat opérationnel net	55	64	57	111	129	21
Produits des placements de trésorerie	2	1	1	1	1	0
Produits financiers	0	0	1	0	0	0
Intérêts et charges assimilées	0	1	(0)	(0)	(1)	(1)
Résultat net revenant aux détenteurs d'Actions	57	66	59	112	129	21

Source : DDR 2012-2017

¹³⁷ Décision n° 2017-660 du 6 octobre 2017.

¹³⁸ Dans le prolongement du rapprochement avec les Fonds Apax opéré en 2011 par la Société en termes de stratégie d'investissement, l'année 2012 marque l'ouverture du Portefeuille à l'international (§ 3.2.3.1).

¹³⁹ Source : DDR 2017, p. 106 (compte de résultat consolidé).

3.3.6.1. Résultat du Portefeuille

Le résultat du Portefeuille (50,2 M€ en 2017), représentatif des produits générés par l'exploitation de la Société, est constitué :

- principalement des variations de juste valeur résultant de l'option prise en IAS 39 (§ 3.3.2.3) : 46,0 M€ en 2017 à relier à l'évolution de l'EBITDA des sociétés en Portefeuille pris dans son ensemble ; et
- secondairement des écarts de valorisation sur cessions de la période¹⁴⁰ (2,7 M€ en 2017) ainsi que des dividendes perçus du fonds Apax VIII LP (1,5 M€ en 2017).

La vente de la moitié de la participation d'Altamir dans Altran¹⁴¹ représente la principale opération de désinvestissement en 2017 ; un protocole de cession de blocs en deux temps, l'un en 2017, l'autre en 2018, a par ailleurs été conclu sur GFI¹⁴².

3.3.6.2. Charges et produits d'exploitation

Les charges et produits d'exploitation concourant à la formation du résultat opérationnel brut (26,7 M€ en 2017) se rapportent essentiellement :

- aux honoraires de gestion d'Altamir Gérance (7,6 M€¹⁴³ en 2017), d'une part, et d'Apax Partners SAS et Apax Partners LLP (11,1 M€ en 2017), d'autre part ; et
- aux frais de fonctionnement des Fonds Apax gérés par Apax Partners SAS et Apax Partners LLP (3,9 M€ en 2017) (§ 3.2.3.2).

Les impôts et taxes (1,2 M€ en 2017) sont constitués de la taxe de 3% sur les dividendes versés¹⁴⁴ (§ 3.3.5).

Les autres produits nets de charges sont principalement en 2017 la contrepartie de la demande de remboursement à hauteur de 3 M€ de la contribution de 3% sur les dividendes au titre des trois derniers exercices clos (§ 3.3.5).

3.3.6.3. Résultat opérationnel net

Le résultat opérationnel net (21,4 M€ en 2017) s'entend du résultat d'exploitation après déduction des dotations aux provisions pour *carried interest* (§ 3.3.3).

¹⁴⁰ Par différence entre le prix de cession et la juste valeur en début de période.

¹⁴¹ « [Cession d'actions d'Altran par Apax Partners et Altamir](#) », 22 juin 2017.

¹⁴² « [Apax Partners et Altamir annoncent avoir réalisé la première étape de la cession du solde de leur participation dans Gfi Informatique](#) », 19 juin 2017.

« [Projet d'acquisition par Mannai Corporation d'une participation complémentaire d'environ 29% en 2017 et d'une participation complémentaire d'environ 15% en 2018 dans GFI Informatique auprès d'Apax Partners, Altamir et de Boussard & Gavaudan](#) », 10 mai 2017.

Cette transaction justifie la valorisation de la participation GFI dans le Portefeuille au 31 décembre 2017, indépendamment du cours de l'action GFI (§ 3.3.2.2).

¹⁴³ Dont TVA non récupérable : 1,3 M€.

¹⁴⁴ Taxe sur les dividendes versés en 2017 au titre de l'exercice 2016.

3.3.6.4. Résultat financier

Le résultat financier ((0,6 M€) en 2017) comprend les intérêts perçus au titre des placements de trésorerie, la variation de la plus-value latente du contrat de capitalisation Allianz (§ 3.3.5) ainsi que les intérêts sur les lignes de crédit et sur le découvert bancaire (§ 3.3.4).

3.3.6.5. Bénéfice du régime fiscal propre aux SCR

La Société bénéficie du régime fiscal propre aux SCR l'exonérant de l'impôt sur les sociétés¹⁴⁵, la charge fiscale étant reportée sur les actionnaires (§ 3.1.1) ; le résultat net revenant aux détenteurs d'Actions découle par conséquent du résultat opérationnel net ajusté du résultat financier.

3.3.7. Engagements¹⁴⁶

La Société s'est engagée à investir les enveloppes suivantes au sein des Fonds Apax ; le solde restant à appeler au 31 décembre 2017 sera apuré au cours des 2 à 3 prochains exercices :

- 276,7 M€ dans le fonds Apax France VIII, dont **16,9 M€** restent à appeler au 31 décembre 2017, le montant appelé s'élevant à 259,8 M€ ;
- 306,0 M€ dans le fonds Apax France IX, dont **228,7 M€**¹⁴⁷ restent à appeler au 31 décembre 2017, le montant appelé s'élevant à 77,2 M€ ;
- 60,0 M€ dans le fonds Apax VIII LP, totalement appelé au 31 décembre 2017 ;
- 138,0 M€ dans le fonds Apax IX LP, dont **74,2 M€** restent à appeler au 31 décembre 2017, le montant appelé s'élevant à 63,8 M€.

L'engagement total de la Société vis-à-vis des Fonds Apax au titre du capital restant à appeler est par conséquent de l'ordre de **320 M€** au 31 décembre 2017.

Altamir a par ailleurs l'obligation d'accompagner le fonds Apax France VII, entièrement investi (§ 2.1.4), dans des investissements complémentaires dans les sociétés du Portefeuille au prorata de son engagement initial, qui représente un maximum d'engagement d'environ **2 M€** au 31 décembre 2017. La signature en novembre 2017 de l'accord d'acquisition par Altran, visant par cette opération la position de *leader* mondial des services d'ingénierie et de R&D, d'[Aricent](#)¹⁴⁸, société américaine de services de *design* et d'ingénierie dans le domaine du digital, emporte en outre un engagement d'Altamir d'environ **13 M€** dans le cadre du financement du *deal*, rehaussant les engagements résiduels¹⁴⁹ de la Société d'investir aux côtés du fonds Apax France VII de 2 M€ à **15 M€**.

¹⁴⁵ La contribution additionnelle à l'impôt sur les sociétés, égale à 3% des montants distribués sur les distributions versées par la Société en tant que SCR, est supprimée à compter de 2018.

¹⁴⁶ Source : [DDR 2017](#), p. 128 et [2017 Results](#), p. 5 et p. 26.

¹⁴⁷ Dont 37,2 M€ au titre d'un montant investi concernant CIPRÈS Assurances, mais non appelé par le fonds, car financé via des lignes de crédit.

¹⁴⁸ « [Apax Partners et Altamir soutiennent l'acquisition transformante d'Aricent par Altran](#) », 30 novembre 2017.

¹⁴⁹ L'acquisition d'Aricent par Altran, pour un montant de 2 Md\$, a été finalisée fin mars 2018.

3.3.8. Garanties de passif et autres engagements¹⁵⁰

Outre les engagements d'investissement recensés *supra* (§ 3.3.7), les passifs éventuels comprennent au titre des garanties de passif et autres engagements une enveloppe de 7,0 M€¹⁵¹ au 31 décembre 2017.

3.3.9. Événements subséquents

Les principaux événements intervenus depuis le 31 décembre 2017 sont les suivants :

- acquisition par le fonds Apax France IX de la société italienne *Business Integration Partners* (BIP)¹⁵² ;
- accord en vue de la cession par le fonds Apax VIII LP de la société américaine *Genex Services*¹⁵³ ;
- cession par ABB¹⁵⁴ d'une partie de l'investissement dans *Albioma*¹⁵⁵ ;
- souscription à une augmentation de capital d'*Altran*¹⁵⁶, afin de maintenir le niveau de détention de la Société ;
- évolution de la capitalisation boursière des participations cotées dans le Portefeuille.

¹⁵⁰ Source : [DDR 2017](#), pp. 128-129.

¹⁵¹ Dont 6,2 M€ de garantie plafonnée à 15% du prix de cession en 2014 de Buy Way à Chenavari Investment Managers, en couverture des réclamations de tiers, déclarations des vendeurs et risques fiscaux. Altamir a en outre demandé à Chenavari Investment Managers de procéder au paiement du premier complément de prix dans le cadre de cette cession, qui prévoyait deux éventuels compléments de prix en 2015 et 2016. Nous avons recherché auprès de la Direction la justification de la mention de cette opération au titre des passifs éventuels au 31 décembre 2017.

¹⁵² « [Altamir va investir via le fonds Apax France IX dans Business Integration Partners \(Bip\), cabinet de conseil leader en Europe](#) », 15 mars 2018.

¹⁵³ Source : [DDR 2017](#), p. 110 et [2017 Results](#), p. 28.

¹⁵⁴ *Accelerated Book Building*, construction accélérée d'un livre d'ordres réservé aux investisseurs institutionnels.

¹⁵⁵ « [Altamir annonce le succès du placement privé d'une partie de sa participation dans Albioma](#) », 15 mars 2018 ; « [Altamir annonce le lancement d'une cession partielle de sa participation dans Albioma](#) », 14 mars 2018.

¹⁵⁶ L'augmentation de capital d'*Altran*, d'un montant brut de 750 M€ avec maintien du droit préférentiel de souscription, lancée le 22 mars 2018, permet de refinancer l'acquisition d'Arcent (§ 3.3.7) ; un communiqué de presse d'*Altran* du [13 avril 2018](#) en annonce le succès.

3.3.10. Litiges et contentieux

En marge du contentieux évoqué ci-après, la Direction nous a confirmé l'absence de litiges en cours et potentiels, ainsi que de recours et réclamations à la date la plus récente.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons cependant pris connaissance de la teneur du litige ayant opposé de longue date Moneta Asset Management (« **Moneta** ») à la Société, à la lecture notamment :

- des communiqués s'y rapportant, postés par Moneta et la Société sur leurs sites d'information respectifs ;
- de rapports d'experts, dont le dernier rapport d'expert en date du 9 février 2018, présenté par Bergeras Expertises¹⁵⁷ au Tribunal de commerce de Paris¹⁵⁸, accessible *in extenso* sur le site d'information de Moneta¹⁵⁹ ; l'expert a rendu son avis sur :
 - les frais de gestion d'Altamir par rapport aux sociétés comparables ;
 - l'analyse du cours de bourse d'Altamir avant et après la publication d'une note de Moneta du 17 avril 2015, l'incidence de cette publication et le préjudice subi par Altamir ;
 - les causes endogènes pouvant expliquer la performance et la décote du cours d'Altamir ;

et a répondu aux dires des parties après production du pré-rapport de l'expert ;

- de la conclusion du rapport d'expertise accessible sur le site d'information de la Société¹⁶⁰

Nous précisons enfin que, compte tenu de la concomitance de l'annonce de l'Offre et du Dépôt, nous n'avons, à la date d'émission du Rapport, pas eu de contact avec les actionnaires minoritaires.

¹⁵⁷ En la personne de M. Thierry Bergeras.

¹⁵⁸ À la suite d'une ordonnance de référé du Tribunal de commerce de Paris rendue le 16 mars 2016.

¹⁵⁹ [En ligne],

http://www.moneta.fr/fileadmin/user_upload/Altamir_Article/ALTAMIR-MONETA_AM_-_R_Expertise_Bergeras_Expertise_09.02.2018_index_20180220.pdf [référence du 30 avril 2018].

¹⁶⁰ [En ligne], https://www.actusnews.com/documents_communique/ACTUS-0-52052-cp_fr_14.02.2018-pdf.pdf [référence du 30 avril 2018].

3.4.Synthèse

En synthèse, la matrice SWOT, ci-après, résume les forces et les faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles elle est confrontée sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">- Ancienneté et notoriété dans le <i>Private Equity</i>- Qualité et diversification du Portefeuille- Vocation "<i>Evergreen</i>" en lien avec le statut de SCR, privilégiant une stratégie d'investissement de long terme- Statut de SCR fiscalement avantageux (exonération d'impôt sur les sociétés) en contrepartie des contraintes inhérentes à ce statut (actif net composé d'au moins 50% de titres de sociétés non cotées, dette limitée à 10% de l'actif net social)- Partenariat avec les Fonds Apax (depuis 2011)- Stratégie d'investissement ciblée (sociétés en croissance, 4 secteurs de spécialisation, LBO et capital-développement)- Valeur cible du Portefeuille de 1 Md€- Politique de versement de dividendes (2% à 3% de l'ANR annuel)- Potentiel d'appréciation de l'Action	<ul style="list-style-type: none">- Taille inférieure à celle de certains compétiteurs- Décote d'ANR historiquement supérieure à celle d'autres acteurs du <i>Private Equity</i>- Couverture limitée de l'Action par les <i>brokers</i>- Contentieux avec Moneta
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">- Tendance haussière depuis plusieurs années de la collecte des levées de fonds à l'échelle mondiale et européenne- Potentiel de développement lié à la vocation "<i>Evergreen</i>" et au statut de SCR- Nouveaux profils d'investissement, notamment dans les pays émergents- Diversification des opérations de capital-investissement- Attractivité de la France pour les investisseurs dans un contexte géopolitique évolutif- Enjeux de la transformation digitale	<ul style="list-style-type: none">- Déséquilibre structurel entre l'offre et la demande et processus transactionnels compétitifs entraînant un phénomène de "Poudre sèche" ("<i>Dry Powder</i>") i.e de capital non investi et de rigidité dans la mise en oeuvre des investissements- Valorisations élevées des cibles potentielles- Multiplicité des acteurs (<i>majors</i>, indépendants, étatiques) et des segments (privé, public) dans le domaine concurrentiel du <i>Private Equity</i>

4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables et financières de la Société (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2) ;
- les méthodes de valorisation qui nous sont apparues pertinentes pour l'évaluation :
 - de l'Action, incluant l'analyse de la décote d'ANR d'Altamir propre aux sociétés *holding* ; et
 - des participations en Portefeuille (§ 4.3).

4.1. Caractéristiques comptables et financières

4.1.1. Référentiel comptable

La Société établit ses comptes consolidés conformément¹⁶¹ au référentiel comptable international (IFRS¹⁶²) (§ 3.3).

4.1.2. Nombre d'Actions

En l'absence d'instruments dilutifs, les calculs de la valeur unitaire de l'Action sont établis par référence au nombre d'Actions en circulation (36.512.301), minoré du nombre d'Actions auto-détenues¹⁶³ à fin 2017 (19.139¹⁶⁴), soit 36.493.162 Actions, étant précisé que :

- le calcul de l'ANR par Action exclut les actions B ;
- nous avons vérifié que les mouvements intervenus en 2018 sur les Actions auto-détenues n'avaient pas d'incidence significative sur la valeur de l'Action (§ 2.3).

4.1.3. Date d'évaluation

La Société clôture ses comptes annuels et consolidés en fin d'année civile.

Nous nous référons aux comptes consolidés du dernier exercice clos le 31 décembre 2017, qui ont été certifiés par les commissaires aux comptes, dans la perspective de l'Assemblée Générale du 26 avril 2018¹⁶⁵.

¹⁶¹ En application du Règlement européen n°1606/2002 du 19 juillet 2002.

¹⁶² *International Financial Reporting Standards*.

¹⁶³ Les Actions auto-détenues sont affectées au contrat de liquidité, géré par Oddo BHF.

¹⁶⁴ Source : [DDR 2017](#), p. 158.

¹⁶⁵ Le document de référence 2017 intégrant le rapport financier annuel a été mis en ligne sur le site de la Société le 11 avril 2018 ; le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017 est en date du 30 mars 2018.

Nous avons retenu comme date de référence :

- le **30 avril 2018** pour :
 - le cours spot de l'Action et le calcul des cours moyens pondérés par les volumes de l'Action à compter de cette date ;
 - la capitalisation boursière de la Société et de ses comparables dans l'analyse de leurs décotes respectives d'ANR (§ 4.3.1) ; et
- également le **30 avril 2018** pour les paramètres financiers concernant la valorisation de la Société et des participations du Portefeuille tels que :
 - la capitalisation boursière des comparables de certaines sociétés du Portefeuille (§ 4.3.3) ;
 - le taux d'actualisation de notre modèle d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie de la Société (§ 4.3.2), ainsi que des flux de trésorerie issus des consensus d'analystes des sociétés cotées du Portefeuille (§ 4.3.3.2).

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation de l'Action, de la référence :

- à la valorisation analogique de l'Action directement par des multiples de comparables boursiers (§ 4.2.1) et de comparables transactionnels (§ 4.2.2) ;
- à la valorisation intrinsèque de l'Action par une actualisation de dividendes ou *Dividend Discount Model* (DDM) (§ 4.3.3).

4.2.1. Comparables boursiers

La valorisation analogique de l'Action par transparence avec des multiples boursiers (EBITDA) utilisés par certains *brokers* de sociétés opérant dans le domaine du *Private Equity* n'est pas la méthode la plus adaptée au vu de la diversité des acteurs dont la taille et la structure de portefeuille sont nécessairement différentes de celles d'Altamir, la stratégie d'investissement étant propre à chacun d'eux.

Nous avons en revanche mobilisé des comparables boursiers pour :

- l'appréciation de la décote d'ANR de la Société par rapport à d'autres acteurs du *Private Equity* (§ 4.3.1.4) ; et
- la valorisation multicritère des sociétés du Portefeuille (§ 4.3.3.2).

Nous précisons par ailleurs que les Fonds Apax, gérés par Apax Partners SAS et Apax Partners LLP, n'étant pas cotés, ne peuvent être pris en compte dans une analyse par des références boursières (§ 2.1.5).

4.2.2. Comparables transactionnels

La valorisation analogique de l'Action par transparence avec des multiples transactionnels supposerait de disposer de transactions récentes sur des sociétés opérant dans le domaine du *Private Equity* réputées comparables à Altamir ; les transactions recensées dans nos bases de données illustrent les disparités sectorielles, notamment dans la composition des actifs des sociétés cibles, conduisant à écarter le recours aux méthodes d'évaluation transactionnelles, appliquées directement à la Société pour en valoriser l'Action.

À titre indicatif :

- à la lecture de la note d'information relative à l'offre publique mixte¹⁶⁶ sur les titres Salvepar initiée par Tikehau ayant visé en 2017 le retrait de cote de Salvepar, effectif la même année :
 - la décote d'ANR révisé par l'expert indépendant sur la branche échange des actions ressort à (1,9%) ; et
 - la prime d'ANR révisé par l'expert indépendant sur le prix d'offre ressort à +4,5% ;
- de même, à la lecture de la note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée¹⁶⁷ sur les titres Fimalac initiée par Groupe Marc de Lacharrière ayant visé en 2017 le retrait de cote de Fimalac, effectif la même année, le prix d'offre équivaut à l'ANR.

Nous excluons les deux opérations précitées des comparables transactionnels, les intentions de leur initiateurs étant différentes de celles d'Amboise à l'égard d'Altamir.

La Direction nous a par ailleurs confirmé que la Société n'avait pas fait l'objet de manifestations d'intérêt de la part d'investisseurs antérieurement au Dépôt, et que la cession des titres de la Société à un tiers n'entraîne pas dans ses intentions.

4.2.3. Actualisation des dividendes (DDM)

Altamir verse historiquement en dividendes à ses actionnaires 2% à 3% de l'ANR à la clôture de l'exercice de référence du calcul du coupon, et compte maintenir cette politique de versement de dividendes¹⁶⁸ (§ 3.2.1 et § 3.3.1).

Le *Business Plan* qui nous a été soumis (§ 4.3.2) présente une séquence de dividendes prévisionnels calculée à partir d'une trajectoire d'ANR cohérente avec l'objectif affiché par la Société d'atteindre à moyen terme une valeur de Portefeuille d'un milliard d'euros (§ 3.2.1).

Considérant toutefois que la trajectoire de dividendes du *Business Plan* à hauteur de 2% à 3% de l'ANR ne préjuge pas des décisions du Gérant en termes de versements de dividendes futurs, d'une part, et que les sommes non distribuées ont vocation à être réinvesties, d'autre part, nous avons privilégié, pour valoriser intrinsèquement l'Action, le modèle d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, qui, par construction, intègre le potentiel de distribution

¹⁶⁶ Offre publique d'échange simplifiée à titre principal assortie d'une offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire visée par l'AMF le 31 janvier 2017 sous le numéro [17-040](#).

¹⁶⁷ Offre publique d'achat simplifiée visée par l'AMF le 20 juin 2017 sous le numéro [17-288](#).

¹⁶⁸ Source : [DDR 2017](#), p. 15 et 2017 Results, p. 40.

de dividendes à long terme et permet de prendre en compte la part non distribuée du résultat de la Société (§ 4.3.2).

4.3. Méthodes d'évaluation retenues

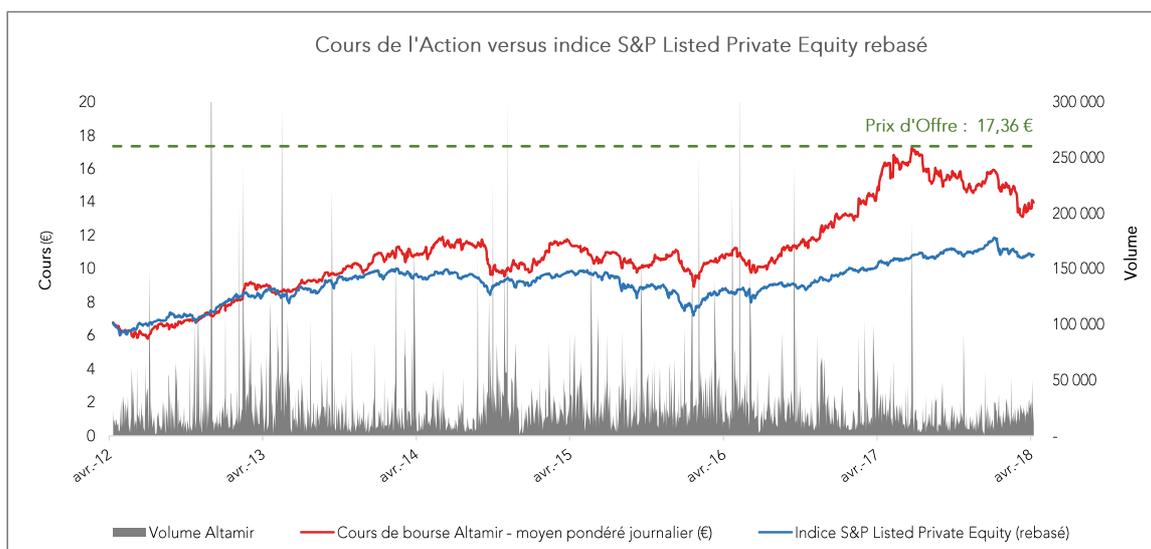
La référence aux cours de bourse est mentionnée au regard du Prix d'Offre mais ne peut être considérée comme une méthode d'évaluation en tant que telle, au regard de la faible liquidité de l'Action et du nombre restreint¹⁶⁹ d'analystes en charge de son suivi (§ 4.3.1). Nous présentons toutefois une comparaison entre le Prix d'Offre et le cours de l'Action.

Nous privilégions l'ANR de la Société en tant que critère d'évaluation, et avons développé, au cas par cas, une approche de valorisation multicritère de l'ensemble des participations en Portefeuille (§ 4.3.3), différenciées selon leur nature, en tenant compte le cas échéant des événements annoncés en 2018 concernant certaines d'entre elles (§ 3.3.9).

Nous avons toutefois complété notre analyse par une valorisation intrinsèque de la Société au travers de l'actualisation de ses flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.3.2).

4.3.1. Référence au cours de bourse et analyse de la décote d'ANR

L'évolution du cours de l'Action¹⁷⁰ est présentée, ci-après, depuis 2012, époque à laquelle la Société s'est rapprochée des Fonds Apax dans sa stratégie d'investissement (§ 3.2.3.1), par rapport à l'indice S&P Listed Private Equity¹⁷¹ :



Historiquement le cours de l'Action évolue dans le même sens que son indice de référence, et surperforme cet indice depuis plusieurs années. En 2017, le titre s'est apprécié au cours du premier semestre pour atteindre un point haut le 14 juillet 2017 à 17,35 €, avant d'amorcer un repli, pour clôturer au 30 avril 2018 à 13,94 € (§ 4.3.1.1).

¹⁶⁹ La [couverture d'analystes](#) du titre Altamir comprend trois *brokers* : Oddo Securities, HSBC Securities, Jefferies.

¹⁷⁰ Présenté sur la base du cours moyen journalier pondéré par les volumes.

¹⁷¹ La société communique sur l'indice *LPX Europe TR*, regroupant à l'échelle européenne des sociétés de *Private Equity*, retraité des dividendes réinvestis ; l'accès aux données de cet indice s'avérant limité, nous faisons référence à l'indice *S&P Listed Private Equity*, de source *Bloomberg*. La Société se réfère en outre, en tant que second indice de référence, au *CAC Mid & Small GR*, plus large en termes sectoriel et que, pour cette raison, nous ne faisons pas figurer dans le graphique.

L'évolution du cours moyen journalier de l'Action pondéré par les volumes depuis l'année 2012, qui marque le début de l'internationalisation du Portefeuille, à l'issue du rapprochement opéré en 2011 par la Société avec les Fonds Apax dans sa stratégie d'investissement, situe le Prix d'Offre en borne haute de l'évolution historique des cours.

4.3.1.1. Cours moyens pondérés par les volumes

Le tableau ci-après synthétise la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes (« CMPV¹⁷² ») au 30 avril 2018, sur une période étendue, à titre informatif, à 2 et 5 ans :

Analyse du cours de l'Action					
30-avr.-18	CMPV	Rotation du capital	Rotation du flottant	Volume moyen journalier *	Prime / (décote)
Prix d'Offre					17,36 €
Spot	13,99 €	0,03%	0,05%	0,03%	24,1%
CMPV 20 séances	13,68 €	1,31%	1,86%	0,07%	26,9%
CMPV 1 mois	13,68 €	1,31%	1,86%	0,07%	26,9%
CMPV 60 séances	14,26 €	3,35%	4,75%	0,06%	21,7%
CMPV 3 mois	14,31 €	3,47%	4,93%	0,06%	21,3%
CMPV 6 mois	14,72 €	6,27%	8,91%	0,05%	17,9%
CMPV 12 mois	15,45 €	12,97%	18,41%	0,05%	12,4%
Plus haut 1 an **	17,35 €				0,1%
Plus bas 1 an **	13,04 €	12,97%	18,41%	0,05%	33,1%
Plus haut 2 ans **	17,35 €				0,1%
Plus bas 2 ans **	9,55 €	32,25%	45,78%	0,06%	81,8%
Plus haut 5 ans **	17,35 €				0,1%
Plus bas 5 ans **	8,48 €	91,89%	130,45%	0,07%	104,7%

* Sur la base du nombre total d'Actions

** Sur la base du cours de clôture

Source : Bloomberg

Il ressort de l'analyse boursière de l'Action que :

- > la liquidité du titre est très faible ; en moyenne, sur les 12 derniers mois, 18,4% du flottant a été échangé ;
- > le CMPV évolue au cours des 12 mois précédant le Dépôt dans une fourchette de 13,68 € à 15,45 €, en deçà du Prix d'Offre, ce qui extériorise des primes de 12,4% à 26,9% ;
- > le cours spot au 30 avril 2018 se situe à **13,99 €**, à un niveau bas par référence aux CMPV des 12 derniers mois¹⁷³ ; à titre indicatif, et indépendamment de la faible liquidité de l'Action qui restreint la portée du cours en tant que critère d'évaluation, la prime de 24,1% extériorisée par le Prix d'Offre sur le cours spot est compatible avec les primes moyennes sur les cours spot, avant annonce, observées en 2017 sur

¹⁷² Calculé sur la base du cours moyen journalier pondéré par les volumes.

¹⁷³ A titre indicatif, le cours de bourse de clôture (last price) s'établit à :

- 13,94 € au 30 avril 2018 ; et
- 13,76 € au 2 mai 2018.

l'ensemble des offres publiques visées par l'AMF¹⁷⁴, incluant celles concernant des sociétés financières et immobilières :

- 22,7% toutes opérations confondues *versus* 23,4% pour celles ayant visé des sociétés financières et immobilières ;
- 28,4% dans le cas des OPA ;
- le cours le plus haut observé depuis 1 an est à relativiser par le fait que 88% des Actions ont été échangées au cours de cette période à un prix inférieur à 16,5 € ;
- la période d'observation du cours en valeurs extrêmes (plus haut et plus bas) étendue de 2 à 5 ans corrobore le précédent constat selon lequel le Prix d'Offre se situe globalement au-dessus des cours historiques.

4.3.1.2. Objectifs de cours

Parmi les trois analystes¹⁷⁵ en charge du suivi du titre Altamir, seuls deux d'entre eux publient des objectifs de cours s'appuyant sur l'ANR de la Société affecté d'une décote de 20% à 25%, et des recommandations entre achat et conservation des titres¹⁷⁶ ; nous comparons ci-après les derniers cours cible¹⁷⁷ avant détachement du Coupon 2017 (0,65 €) avec le Prix d'Offre pré-dividendes (17,36 €) :

Synthèse des cours cible			
Analyste	Date	Cours cible	Prime / (décote)
Jefferies	9-mars-18	nd	nd
Oddo BHF	9-mars-18	16,2 €	7,2%
HSBC	16-nov.-17	18,0 €	(3,6%)
Moyenne		17,1 €	1,8%

Source : Bloomberg

En définitive :

- les objectifs de cours encadrent le Prix d'Offre avant détachement du Coupon 2017 (17,36 €), qui extériorise une prime moyenne de 1,8% dans une fourchette de (3,6%) à 7,2% ;
- la décote d'ANR de 20% à 25% appliquée à Altamir par les *brokers* s'inscrit dans l'intervalle de décotes appliquées par les analystes pour évaluer des acteurs visibles du *Private Equity* tels que [Electra](#)¹⁷⁸, [Eurazeo](#), [Exor](#), [FFP](#), [GBL](#), [Investor AB](#) et [Wendel](#), indépendamment de leur taille, de la composition de leur portefeuille et de leur stratégie d'investissement, ainsi que de notre avis sur leur comparabilité avec Altamir (§ 4.3.1.4.i) :

¹⁷⁴ Source : Ledouble (2018). « [Analyse des offres publiques 2017](#) », janvier, pp. 15-16.

¹⁷⁵ Oddo Securities (Lyon), HSBC Securities (Paris) et Jefferies (Londres).

¹⁷⁶ Nous n'avons pas relevé de recommandation à la vente de l'Action.

¹⁷⁷ Nous nous sommes attachés à recenser l'ensemble des objectifs de cours de l'Action, par référence aux informations disponibles dans nos bases de données ; nous ne sommes cependant pas en mesure d'en garantir l'exhaustivité, en raison notamment d'un embargo affectant ces sources d'informations pour les notes de *brokers* les plus récentes.

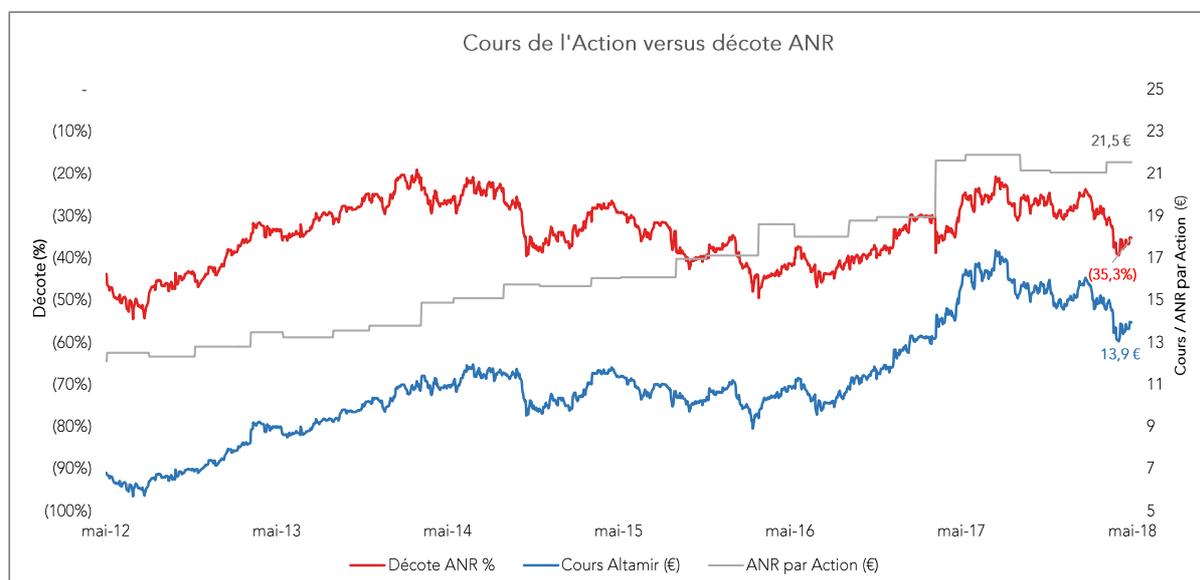
¹⁷⁸ Nous prenons acte de l'évolution de la stratégie d'Electra impactant actuellement le cours de son titre, qui nous conduit à écarter cette société du panel de comparables boursiers pour l'analyse de la décote d'ANR (§ 4.3.1.4.i) ; pour autant l'analyse historique des décotes d'ANR incluant cette société nous paraît justifiée.

Décote des analystes			
Société		Date	Décote ANR
Electra	HSBC	7-nov.-17	10%
	Société Générale	9-mars-18	10%
Eurazeo	HSBC	30-nov.-17	15%
	CM-CIC	28-sept.-17	20%
Exor	UBS	28-mars-18	25%
FFP	HSBC	2-oct.-17	35%
	CM-CIC	24-mai-17	30%
GBL	Société Générale	21-mars-18	20%
	HSBC	4-déc.-17	20%
Investor	DNB	29-mars-18	15%
	SEB	23-janv.-18	5%
Wendel	Société Générale	22-mars-18	15%
	HSBC	1-déc.-17	20%
	CM-CIC	13-juil.-17	25%

Pour mémoire, les *brokers* ne mentionnent pas explicitement de décote sur les comparables que nous avons retenus (§ 4.3.1.4.ii).

4.3.1.3. Décote d'ANR de la Société

L'examen pluriannuel de la décote d'ANR¹⁷⁹ de la Société depuis 2012 ressort à plus de 30% :



La décote d'ANR de la Société, qui s'inscrivait dans une fourchette de 40%-50% en 2012, s'est progressivement réduite pour rejoindre un intervalle de 20%-30%. Après une période d'appréciation du titre en bourse au cours du premier semestre 2017 (§ 4.3.1), la décote de la Société s'est progressivement dégradée, par l'effet mécanique de la baisse tendancielle du cours jusqu'au Dépôt, pour atteindre 35,3% au 30 avril 2018.

¹⁷⁹ L'ANR trimestriel est positionné dans le graphe à la date de sa publication.

Le niveau de la décote d'ANR de la Société peut être analysé au regard du cours de bourse, mais également du cours cible des *brokers* en charge du suivi de l'Action, qui appliquent une décote intrinsèque de 20%-25% (§ 4.3.1.2).

À titre indicatif, nous avons reproduit ci-après l'évolution de la décote sur une période d'un an, déterminée par le rapport entre :

- > les cours de bourse¹⁸⁰ de la Société et le dernier ANR publié ;
- > les cours cible des analystes en charge du suivi de l'Action et le dernier ANR publié :

Décote sur le cours et le cours cible		
30-avr.-18	Cours de bourse	Cours cible
Spot	(35,3%)	(20,6%)
Moyenne 20 séances	(36,7%)	(20,6%)
Moyenne 1 mois	(36,7%)	(20,6%)
Moyenne 60 séances	(32,9%)	(20,2%)
Moyenne 3 mois	(32,6%)	(20,1%)
Moyenne 6 mois	(30,1%)	(19,8%)
Moyenne 12 mois	(27,9%)	(20,2%)
Max	(36,7%)	(20,6%)
Min	(27,9%)	(19,8%)

En définitive, la décote de la Société observée sur son cours de bourse, que nous situons historiquement à 30%-35%, reste nettement supérieure à la décote implicite de 20% constatée sur les cours cible des *brokers*.

Sur le plan théorique et interprétatif en ce qui concerne Altamir, la décote d'ANR d'une société *holding*, opérant plus particulièrement dans le *Private Equity*, se rattache en particulier, en ce qui concerne les participations détenues :

- > au degré d'exposition à une gestion indirecte, en l'occurrence celle d'Apax Partners SAS et d'Apax Partners LLP, dont la part en regard de celle des investissements directs (*Legacy Portfolio*) et co-investissements, de l'ordre de deux-tiers, s'avère prépondérante (§ 3.3.2.2) ;
- > au risque d'illiquidité, étant rappelé que :
 - seulement 9 sociétés sur les 49 composant le Portefeuille d'Altamir sont cotées ; et
 - les durées de détention de certaines participations peuvent être relativement longues ; en l'espèce, 8 participations du Portefeuille sur 49 présentent une maturité de plus de 5 ans (§ 3.3.2.2) ;
- > aux degrés de synergies entre les catégories d'actifs détenus ; dans le cas d'Altamir, la répartition des 49 sociétés composant le Portefeuille sur 4 secteurs de spécialisation et le large spectre de leurs activités tendent à restreindre les effets de synergie (§ 3.3.2.2) ;

¹⁸⁰ Cours de bourse de clôture (*last price*) ; pour mémoire, le cours de bourse de clôture au 30 avril 2018 s'établit à 13,94 € (§ 4.3.1.1).

- ainsi qu'aux frais engagés dans divers domaines¹⁸¹ pour la gestion active de ces participations, prenant la forme notamment du *carried interest* et des coûts de gestion, en rémunération de la performance (§ 3.2.3).

Le niveau de la décote d'ANR de la Société, comparativement plus élevé par rapport à d'autres sociétés *holding*, cotées dans le *Private Equity* ou dans d'autres activités, peut également être relié à son statut peu courant en France¹⁸² de Société en Commandite par Actions (SCA), qui limite *de facto* l'influence des actionnaires commanditaires dans les prises de décisions, compte tenu des prérogatives de l'actionnaire commandité, et lui confère *a priori* un caractère « non OPAable » ; la part de la décote d'ANR attribuable à ce statut juridique est toutefois difficilement quantifiable et très rarement chiffré par les analystes¹⁸³.

En tout état de cause, la décote d'ANR de la Société est à mettre en regard de celle observée sur le marché du *Private Equity*, et plus spécifiquement de celle d'entités susceptibles d'y être comparées.

4.3.1.4. Décote d'ANR observée sur le marché du *Private Equity*

(i) Méthodologie

Les investissements primaires et secondaires réalisés par les sociétés réputées comparables à Altamir au sein de fonds gérés par des tiers apparaissent relativement opaques ; à l'examen des informations publiques nécessairement parcellaires, il s'avère difficile d'identifier avec précision la constitution du portefeuille de participations de ces fonds et leur stratégie d'investissement.

Au vu des facteurs inhérents à la décote d'ANR des sociétés *holding* de *Private Equity* évoqués *supra* (§ 4.3.1.3), d'une part, et des caractéristiques propres à Altamir, d'autre part, nous avons élaboré un échantillon de comparables (le « **Panel** ») présentés en **Annexe 7**, en retenant les critères de sélection suivants, par analogie avec les caractéristiques du Portefeuille d'Altamir et sa stratégie d'investissement aux côtés des Fonds Apax :

- taille du portefeuille (comprise entre 150 M€ et 1,5 Md€) conditionnant le montant de l'actif net réévalué ;
- stratégie d'investissement principalement au travers de fonds primaires investissant dans des sociétés non cotées ;
- diversification sectorielle du portefeuille ;
- empreinte européenne du portefeuille ;
- constitution sous la forme juridique de SCA pour les sociétés françaises.

¹⁸¹ Ressources humaines, juridiques, financières, techniques,...

¹⁸² Nous avons recensé sur Euronext Paris une douzaine de SCA dont certaines se situent en dehors du *Private Equity* : [Altarea](#) (développeur immobilier), [Altamir](#), [Altur Investissement](#) (capital-développement), [Galimmo](#) (société foncière cotée dans l'immobilier commercial), [Hermès International](#) (commercialisation de produits de luxe), Institut de Développement Industriel : [IDI](#) (capital-investissement), [Lagardère](#) (édition, production, diffusion et distribution de contenus), [Michelin](#) (leader technologique de pneumatiques), [NextStage](#) (capital-investissement), [Rothschild & Co](#) (conseil financier, banque privée et gestion d'actifs, capital-investissement et dette privée), [Rubis](#) (infrastructures de stockage et de distribution d'énergie) et [Tikehau Capital](#) (gestion d'actifs et investissements alternatifs).

¹⁸³ Pour mémoire, Barclays applique une décote de 3% au titre de la forme juridique en SCA de Lagardère (« *Lagardere SCA. 2018 growth, cash flow and disposals* », 9 février 2018, p. 7).

Le Panel est ainsi composé des sociétés suivantes¹⁸⁴ :

Chiffres clés des comparables		
M€	Cap. boursière (moy. 1 mois)	Dernier ANR publié
Altamir	499	787
Pantheon	1 178	1 394
HarbourVest	1 109	1 401
Hg Capital	764	796
Oakley	389	570
IDI	331	427
Dunedin	87	115
Moyenne	643	784
Médiane	576	683

Nous avons exclu certaines sociétés certes visibles dans le domaine du *Private Equity*, mais qui nous semblent toutefois s'écarter des caractéristiques du Panel :

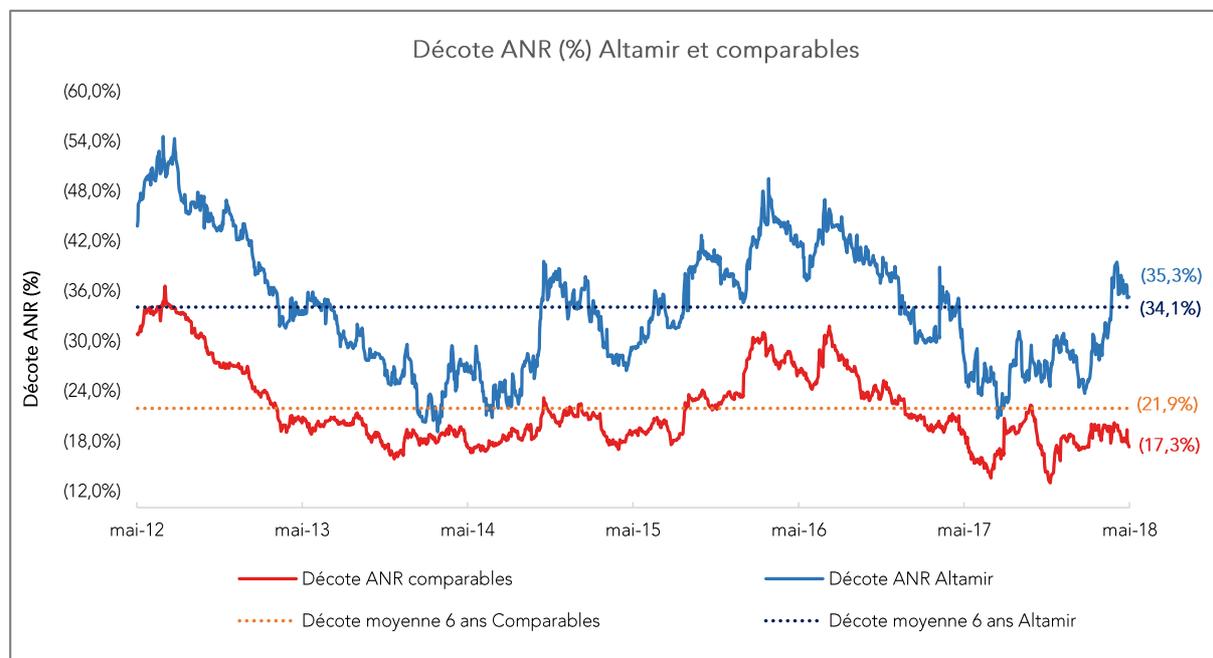
- > **Altur Investissement** : société exclue compte tenu de sa taille (capitalisation boursière inférieure à 30 M€) et de sa stratégie d'investissement exclusivement en direct ;
- > **Apax Global Alpha** : introduite récemment en bourse (2015), la société Apax Global Alpha exerce ses activités dans le domaine du *Private Equity* coté et non coté, les investissements dans des instruments de dette et les activités hors Europe représentant respectivement 20% et 63% de la valeur du portefeuille à fin 2017 ; ces caractéristiques nous conduisent à l'exclure du Panel ;
- > **Electra** : société exclue en raison du changement radical de stratégie opéré par le *management* courant 2017, se traduisant depuis la fin de cette année par un arrêt des investissements et la cession d'une importante partie du portefeuille ;
- > **Eurazeo** : société exclue au vu de sa taille (capitalisation boursière supérieure à 5 Md€) et de sa stratégie d'investissements majoritairement en direct ;
- > **Exor** : société exclue au regard de sa taille (près de 14 Md€ de capitalisation boursière), et plus particulièrement du fait d'une activité plus proche d'un *family office* consistant en un regroupement stratégique de participations au sein d'une *holding* ; en outre la société Exor détient ses actifs en direct, principalement dans un univers de participations cotées, où elle se positionne comme actionnaire principal ;
- > **FFP** : société exclue compte tenu de sa stratégie majoritairement axée sur des investissements en direct dans des sociétés cotées (87% de l'ANR à fin 2017) ;
- > **GBL** : société exclue sur des critères de taille (capitalisation boursière supérieure à 14 Md€) et de stratégie, majoritairement axée sur des investissements en direct dans des sociétés cotées *large cap* (Lafarge, Suez, Total) ; les investissements alternatifs ne représentent que 5% de l'ANR à fin 2017 ;

¹⁸⁴ L'ANR de la société IDI, constituée juridiquement en SCA, est exprimé en part revenant aux commanditaires (cf. [DDR 2017 IDI](#), p. 44).

- > **GIMV** : société exclue compte tenu sa stratégie focalisée sur des investissements en direct ; la société GIMV exerce en outre un rôle actif au sein des participations dans lesquelles elle investit ;
- > **ICG** : société exclue en raison de son activité de gestion pour compte tiers, dont les commissions de gestion représentent plus de 20% du chiffre d'affaires réalisé en 2017 ;
- > **Investor AB** : société exclue compte tenu de sa taille (près de 27 Md€ de capitalisation boursière) et de sa stratégie centrée sur des investissements en direct dans des sociétés cotées (70% de l'ANR à fin 2017) ;
- > **Mithras** : société exclue au vu de sa faible capitalisation boursière (16 M€) ;
- > **NextStage** : société exclue compte tenu du caractère exclusif de son mode d'investissement (investissements directs et co-investissements) ;
- > **Princess Private Equity** : société exclue au regard de sa stratégie focalisée sur des investissements en direct (82% du portefeuille de participations) ;
- > **Wendel** : société exclue compte tenu de sa taille (près de 6 Md€ de capitalisation boursière) et de sa stratégie consistant en des investissements en direct ou à travers des fonds dans lesquels Wendel détient un pouvoir décisionnel.

(ii) Analyse comparée de la décote d'ANR d'Altamir et de ses comparables

Sur la base du Panel présenté en **Annexe 7**, nous avons analysé ci-après l'évolution historique du niveau de décote des sociétés comparables par rapport à celle d'Altamir :



Depuis 2012, et à quelques exceptions temporellement très limitées, Altamir présente un niveau de décote notablement supérieur à celui des sociétés du Panel, le différentiel étant de l'ordre de 10 points.

Au 30 avril 2018, la décote spot d'Altamir ressort à 35,3% (§ 4.3.1.3) versus une décote

moyenne au sein du Panel de l'ordre de 17,3%. La moyenne des décotes journalières sur un mois¹⁸⁵ d'Altamir ressort à 36,7% versus 18,5% sur le Panel :

Analyse de la décote ANR des comparables		
ANR versus cours de bourse	Spot	Moyenne 1 mois
Altamir	(35,3%)	(36,7%)
Oakley	(29,4%)	(31,2%)
Dunedin	(24,4%)	(23,7%)
HarbourVest	(18,7%)	(19,9%)
IDI	(19,3%)	(16,5%)
Pantheon	(13,6%)	(15,3%)
Hg Capital	1,5%	(4,7%)
Moyenne	(17,3%)	(18,5%)
Médiane	(19,0%)	(18,2%)

Au sein du Panel :

- la décote la plus basse est celle d'Hg Capital, qui se situe autour de 5% sur les 12 derniers mois ; cette décote relativement basse peut s'expliquer par un niveau important de *cash* (22% de l'ANR fin 2017) ; historiquement (sur 6 ans) Hg Capital affiche une décote d'ANR relativement faible (12%) ;
- la phase actuelle de liquidation des actifs de Dunedin n'affecte pas le niveau de décote constatée historiquement sur son cours.

4.3.1.5. Synthèse sur la référence au cours de bourse et l'analyse de la décote d'ANR

En synthèse de l'examen des cours historiques de l'Action :

- la faible rotation¹⁸⁶ de l'Action nous conduit à relativiser la référence au cours de bourse en tant que référence d'évaluation ;
- pour autant le Prix d'Offre :
 - extériorise des primes de 12,4% à 26,9% sur les CMPV de l'Action recensés sur une moyenne période (1 an) ; et
 - borne par le haut l'évolution historique des cours sur une plus longue période étirée à l'année 2012, qui marque le début de l'internationalisation du Portefeuille ;

¹⁸⁵ Par référence à l'ANR ou aux ANR publiés(s) sur cette période.

¹⁸⁶ Moyenne du volume échangé rapporté au nombre de titres composant le capital de la Société.

- la décote d'ANR de l'ordre de 20%¹⁸⁷ extériorisée par le Prix d'Offre par référence à l'ANR publié au 31 décembre 2017 apparaît :
 - sensiblement inférieure à celle de l'Action, qui se situe historiquement autour de 30%-35% ;
 - compatible avec la borne basse de la fourchette de décote de 20% à 25% appliquée sur l'ANR par les analystes pour valoriser l'Action dans leurs objectifs de cours, dont les plus récents encadrent le Prix d'Offre ; et
 - compatible avec la décote d'ANR moyenne proche de 20% observée sur le Panel.

4.3.2. Valorisation intrinsèque de l'Action

À l'appui des prévisions à moyen terme (2018-2023) (la « **Période Explicite** ») remises aux Financeurs et présentées au Conseil de Surveillance (le « **Business Plan** »), nous avons recherché la valeur intrinsèque de l'Action par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (DCF).

Le *Business Plan* qui nous a été soumis correspond aux meilleures estimations à ce jour de la Direction quant à l'activité (investissements / cessions) et aux charges opérationnelles dont découlent les prévisions de *cash flow* à moyen terme de la Société, que nous avons actualisées en vue de cerner la valeur intrinsèque de l'Action en DCF. Le recours à cette méthode, tout en en considérant les limites, offre un moyen de recoupement par rapport à l'évaluation patrimoniale reflétée par l'ANR, ajustée des frais de structure.

Nous avons estimé l'activité au-delà de la Période Explicite en prolongeant jusqu'en 2025 puis perpétuellement le cycle d'investissement / retour sur investissement à un niveau récurrent (la « **Période d'Extrapolation** »). L'actualisation des flux de trésorerie sur la Période Explicite puis la Période d'Extrapolation extériorise la valeur d'entreprise d'Altamir, de laquelle sont retranchés les éléments de l'endettement net au sens extensif *i.e.* les provisions pour *carried interest*, les actifs financiers et dettes financières, les autres dettes et actifs non courants (§ 3.3.1), pour aboutir à la valeur finale des fonds propres (*Equity value*).

4.3.2.1. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été déterminé selon la méthode directe du coût du capital (*Cost of Capital* ou *CoC*) *i.e.* directement à partir du beta de l'actif économique du Portefeuille considéré comme équivalent à la moyenne pondérée¹⁸⁸ des betas endettés des différentes lignes de participation.

¹⁸⁷ 1 - [Prix d'Offre : 17,36 € (§ 1) / ANR publié au 31 décembre 2017 : 21,54 € (§ 3.3.1)].

¹⁸⁸ Pondération en fonction du poids relatif de la participation dans le Portefeuille.

Ce beta endetté :

- pour les sociétés cotées du Portefeuille, est issu directement de *Bloomberg* ;
- pour les sociétés non cotées du Portefeuille, a été calculé à partir du beta désendetté du secteur concerné¹⁸⁹, puis ré-endetté en répliquant la structure financière de la participation du Portefeuille.

Le beta du Portefeuille ainsi calculé ressort à 1,1 ; compte tenu de la diversité des lignes de participation, nous avons considéré que ce beta tendrait vers le beta de marché de 1 que nous retenons finalement dans notre modèle.

Les autres éléments constitutifs du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de 0,79% correspondant à la moyenne 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans¹⁹⁰) ;
- une prime de risque du marché estimée 7,6%¹⁹¹ ;
- une prime de risque spécifique de 2% tenant compte des aléas de réalisation des investissements et cessions prévus dans le *Business Plan*, dans un environnement compétitif¹⁹².

Sur ces bases, le taux d'actualisation central s'établit à 10,4%.

4.3.2.2. Détermination des flux prévisionnels de trésorerie

Nous avons analysé de façon critique le *Business Plan* et avons discuté avec la Direction des hypothèses sous-jacentes.

Le *Business Plan* est sous-tendu par les hypothèses suivantes, sur la Période Explicite :

- le planning des investissements / désinvestissements ;
- les multiples de sortie estimés par la Société sur les différents investissements et l'estimation du *carried interest* y afférent ;
- l'estimation des frais de gestion payés aux gestionnaires des fonds (actuellement les Fonds Apax) ;
- l'estimation des charges structurelles de la Société.

¹⁸⁹ Les betas sectoriels ont été estimés à partir des sociétés composant chacun des indices de référence que nous avons retenus :

- Produits alimentaires : *The STOXX 600 Food and Beverage (Price)* ;
- Santé : *The STOXX 600 Health Care (Price)* ;
- Technologies : *The STOXX 600 Technology (Price)* ;
- Télécommunication : *The STOXX 600 Telecommunications (Price)* ;
- Services et Industrie : *The STOXX 600 Industrial Goods and Services* ;
- Distribution : *The STOXX 600 Retail*.

¹⁹⁰ Source : [Banque de France](#).

¹⁹¹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 8,4% (source : [Ledouble](#)), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,79%, induit une prime de risque de 7,6%.

¹⁹² Au regard notamment des menaces figurant dans la matrice SWOT (§ 3.4).

La Période d'Extrapolation, qui simule les cycles d'investissement successifs jusqu'en 2025 puis à perpétuité, repose sur les hypothèses suivantes :

- le retour sur investissement des sommes investies pendant la Période Explicite ;
- les dernières souscriptions dans les fonds créés pendant la Période Explicite ;
- un planning d'investissements en direct et via des fonds établi au regard des réalisations historiques et prévues sur la Période Explicite ;
- une durée de cycle d'investissement de 5 ans, cohérente avec l'horizon moyen de détention des participations de la Société ;
- la reconduction, tout au long de la Période d'Extrapolation, des multiples de sortie de la Période Explicite pour les différents types d'investissements (investissements directs, co-investissements et investissements via des fonds tiers).

4.3.2.3. Endettement financier net

Les éléments s'intercalant entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de la Société en DCF sont les suivants ; d'un montant total de 107,9 M€ au 31 décembre 2017 (§ 3.3.1), l'endettement net en DCF ressort à **32,7 M€** compte tenu des composantes de l'endettement net déjà appréhendées dans les flux du *Business Plan* :

Endettement net financier		
M€	ANR	DCF
Dettes financières envers Apax IX - B	(39)	(39)
Lignes de crédit utilisées par Apax VIII - B	(18)	
Lignes de crédit Altamir	(1)	(1)
Découverts bancaires	(8)	(8)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1	1
Endettement net comptable	§ 3.3.4	(47)
Remboursement 3% dividendes et intérêts moratoires	3	
Contrat de capitalisation Allianz	16	16
Créances Apax VIII - LP - appels de fonds non investis	3	
Créances Apax IX - LP - appels de fonds non investis	4	
Endettement net	§ 3.3.5	(31)
Créances et dettes diverses	(3)	(3)
Autres actifs financiers non courants	1	1
Autres dettes et actifs courants	§ 3.3.1	(2)
Provision part revenant au commandité et aux porteurs d'actions B	(30)	
Part revenant aux porteurs de parts C d'Apax France VIII-B/France IX-B/Apax VIII LP	(38)	
Provisions pour carried interest	§ 3.3.3	(68)
Endettement net financier	(108)	(33)

Source : Société

4.3.2.4. Synthèse

La valeur centrale de l'Action en DCF ressort à 17,55 €, valeur par rapport à laquelle le Prix d'Offre Coupon 2017 attaché (17,36 €) extériorise une décote de 1,1% :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)				
Taux d'actualisation				
9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
19,07 €	18,28 €	17,55 €	16,88 €	16,26 €

Analyse de sensibilité de la prime (décote)				
Taux d'actualisation				
9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
(9,0%)	(5,0%)	(1,1%)	2,8%	6,8%

4.3.3. Valorisation multicritère de l'ANR par Action

Nous développons ci-après les valorisations multicritère des participations en Portefeuille auxquelles nous avons procédé, pour les confronter *in fine* à la valorisation du Portefeuille concourant à la formation de l'ANR au 31 décembre 2017, à partir duquel le Prix d'Offre a été déterminé (§ 4.3.1.5).

L'ANR d'Altamir tel que nous l'avons recalculé à la date la plus récente s'entend de :

- la valorisation du Portefeuille après prise en compte des événements intervenus en 2018¹⁹³ (§ 3.3.9). ;
- sous déduction de l'endettement financier net (§ 3.3.1) dont certaines composantes (provisions pour *carried interest*) ont été ajustées en fonction de nos fourchettes de valorisation du Portefeuille.

La valorisation de l'Action (*Equity value*) découle *in fine* de l'ANR affecté d'une décote de *holding* (§ 4.3.1.3 et § 4.3.1.4).

La méthode de l'ANR apparaît au cas d'espèce particulièrement adaptée, l'évaluation du Portefeuille, qui constitue le principal actif de la Société, conditionnant directement celle de l'Action.

¹⁹³ Nous avons notamment :

- pris acte de l'élargissement du Portefeuille, via Apax France IX, à la prise de participation dans Business Integration Partners (Bip), en fonction du capital investi ; nous avons considéré que le capital investi, correspondant à la valeur de l'investissement, n'a pas d'impact sur l'actif net réévalué ;
- ajusté la valeur du Portefeuille de la cession de la participation dans Genex Services par Apax VIII LP, et retenu le montant de *cash* rétrocédé par Apax VIII LP à Altamir ;
- tenu compte de l'impact, notamment fiscal, du placement privé d'une partie de la participation de la Société dans Albioma, à l'issue duquel seule la *holding* de participation Financière Hélios détient encore 5,5% du capital d'Albioma ;
- ajusté la trésorerie de la *holding* de participation Altrafin Participations au titre de la souscription à l'augmentation de capital d'Altran.

4.3.3.1. Limitations

Sans remettre en cause la pertinence de la valorisation multicritère des entités incluses dans le Portefeuille, nous avons été confrontés aux limitations suivantes dans nos travaux d'évaluation :

- certaines participations détenues par les Fonds Apax recèlent des instruments hybrides et dilutifs ; compte tenu de l'absence de remontée d'informations d'Apax Partners SAS ou d'Apax Partners LLP vers la Société sur ces instruments (*management packages*, obligations convertibles,...), nous n'avons pas été en mesure d'en appréhender au cas par cas l'incidence, en termes de dilution, par rapport à une variation de la valeur du sous-jacent, et en avons seulement estimé l'impact par un raisonnement proportionnel à partir des informations du *reporting* des Fonds Apax ;
- les provisions pour *carried interest* dépendent théoriquement de la valorisation du Portefeuille ; en raison des informations seulement parcellaires dont dispose la Société sur l'incidence des mécanismes de *carried interest* régissant le calcul des provisions pour *carried interest* revenant aux porteurs d'actions C, aux bornes des Fonds Apax, nous avons suivi pour le *carried interest* le même raisonnement proportionnel que celui retenu pour les instruments dilutifs ;
- en l'absence d'information suffisantes sur l'exposition au dollar de certaines sociétés du Portefeuille (dont InfoVista), la sensibilité de ces lignes de participation à la parité euro / dollar n'a pu être appréciée.

Nous n'avons par ailleurs pas eu accès au *management* des sociétés du Portefeuille.

4.3.3.2. Valorisation du Portefeuille

Nous avons retenu les critères d'évaluation suivants pour valoriser les participations au sein du Portefeuille, en ajoutant d'autres méthodes d'évaluation à celles utilisées en interne, lesquelles sont récapitulées ci-après, ou en actualisant les résultats à la date la plus récente :

- *Legacy Portfolio* (portefeuille géré en direct) : la Société valorise ces participations au cours de clôture, en multiples boursiers et « at cost » *i.e.* en capitaux investis pour les investissements réalisés au cours des 12 derniers mois ;
- co-investissements et investissements réalisés au travers des Fonds Apax : informations recueillies auprès d'Apax Partners SAS et d'Apax Partners LLP, suivant la méthodologie appliquée par les sociétés de gestion des Fonds Apax (§ 3.2.2).

Les valorisations des sociétés non cotées du Portefeuille sont affectées d'une décote pratiquée par les gérants des Fonds Apax au titre de différentes restrictions (moindre liquidité et/ou différentiel de taille) oscillant entre 0% et 30% ; dans le cas exceptionnel d'une perspective de cession de la participation à des conditions défavorables, la décote peut être majorée au-delà de ce seuil.

Nous avons complété l'évaluation multicritère des lignes de participation du Portefeuille décrite ci-dessus telle que pratiquée en interne :

- pour les participations sur des sociétés cotées par :
 - la prise en compte des CMPV sur une moyenne période au 30 avril 2018 ;
 - les objectifs de cours les plus récents des analystes ;
 - pour Altran, Albioma et Amplitude Surgical :
 - une valorisation intrinsèque (DCF) résultant d'un consensus d'analystes en charge du suivi des titres de ces participations, assortie de décotes spécifiques ;
 - ainsi qu'une valorisation analogique combinant des multiples boursiers affectés le cas échéant d'une décote de taille et des multiples transactionnels ;
 - pour GFI, nous avons maintenu la référence transactionnelle issue du protocole de cession de blocs en 2017 et 2018 (§ 3.3.6.1) ;
- pour les participations sur des sociétés non cotées par :
 - une valorisation analogique combinant des multiples boursiers et transactionnels à partir de nos propres échantillons ;
 - la prise en compte le cas échéant de décotes adaptées aux spécificités de ces participations (illiquidité, différentiel de taille,...).

Notre couverture, en termes de valorisation multicritère, s'étend à près de 90% de la valeur du Portefeuille au 31 décembre 2017, ajusté des événements subséquents, *i.e.* :

- à l'ensemble des participations du Top 13 représentant 80% du Portefeuille en juste valeur (§ 3.3.2.1) ;
- aux participations cotées non incluses dans le Top 13 ;
- à l'ensemble des participations non cotées dont la juste valeur dans le Portefeuille excède 10 M€.

Nous nous sommes entretenus avec le Président Directeur Général¹⁹⁴ d'Apax Partners SAS, qui gère une large part des Fonds Apax au sein du Portefeuille (§ 3.3.2.2), notamment sur :

- le marché du *Private Equity* en France et à l'international ;
- la stratégie d'investissement des Fonds Apax (en fonds propres et quasi fonds propres) ;
- les méthodes de valorisation employées par Apax Partners SAS (§ 3.2.2), ainsi que les limitations inhérentes à la présence d'instruments hybrides et dilutifs dont les caractéristiques ne sont pas connues d'Altamir (§ 4.3.3.1) ;

¹⁹⁴ En la personne de M. Eddie Misrahi, également membre du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance.

- les activités de sociétés du Portefeuille sous gestion des Fonds Apax pour ce qui concerne Apax Partners SAS, et les spécificités de certaines d'entre elles.

Les participations non cotées représentant 10% du Portefeuille en-deçà du seuil susmentionné de 10 M€ ont fait l'objet, aux fins d'en conforter la valorisation en juste valeur :

- d'un recoupement avec les valorisations issues du *reporting* des Fonds Apax et la documentation associée ;
- d'une revue des rapports des commissaires aux comptes certifiant sans réserve les états financiers, présentés en juste valeur, des fonds professionnels de capital investissement (FPCI) porteurs de ces participations.

4.3.3.3. Synthèse de la valorisation de l'ANR par Action

À l'issue de nos travaux d'évaluation du Portefeuille ainsi que des provisions pour *carried interest* associées, et après prise en compte des événements postérieurs au 31 décembre 2017, la valeur de l'ANR par Action se positionne dans les fourchettes suivantes :

Fourchette d'ANR			
M€	Min	Med	Max
Portefeuille	829	910	990
Trésorerie nette (Endettement net)	(38)	(38)	(38)
Autres dettes et actifs non courants	(2)	(2)	(2)
Carried interest	(50)	(70)	(90)
ANR	739	800	860
Nombre d'Actions	36,5	36,5	36,5
ANR par Action	20,25 €	21,91 €	23,56 €

5. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Les fourchettes de valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-après, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 17,36 € et 16,71 € respectivement *pré-* et *post-*dividendes 2017 (Coupon 2017 non détaché et Coupon 2017 détaché) sur l'ensemble des méthodes et critères d'évaluation que nous avons retenus :

Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre						
		Coupon attaché	Prime / (décote)	Coupon par action	Coupon détaché	Prime / (décote)
Prix d'Offre		17,36 €		0,65 €	16,71 €	
Valorisation ANR						
ANR publié au 31 décembre 2017	§ 3.3.1	21,54 €	(19,4%)	0,65 €	20,89 €	(20,0%)
ANR recalculé	§ 4.3.3.3	21,91 €	(20,8%)	0,65 €	21,26 €	(21,4%)
Valorisation intrinsèque						
DCF	§ 4.3.2.4	17,55 €	(1,1%)	0,65 €	16,90 €	(1,1%)
Cours de bourse						
Spot	§ 4.3.1.1	13,99 €	24,1%			
CMPV 20 séances	§ 4.3.1.1	13,68 €	26,9%			
CMPV 1 mois	§ 4.3.1.1	13,68 €	26,9%			
CMPV 60 séances	§ 4.3.1.1	14,26 €	21,7%			
CMPV 3 mois	§ 4.3.1.1	14,31 €	21,3%			
CMPV 6 mois	§ 4.3.1.1	14,72 €	17,9%			
CMPV 12 mois	§ 4.3.1.1	15,45 €	12,4%			

En synthèse, dans le contexte de l'Offre dont nous rappelons le caractère volontaire en relation avec l'intention de l'Initiateur de maintenir la cotation de l'Action à l'issue de l'Offre :

- L'ANR par Action résultant de notre évaluation multicritère des participations du Portefeuille ressort à un niveau proche de l'ANR au 31 décembre 2017 ; la décote induite par le Prix d'Offre Coupon 2017 attaché, en comparaison de l'ANR par Action médian de 21,91 € que nous avons déterminé, de l'ordre de 20,8% est :
 - sensiblement inférieure à celle de l'Action, qui se situe historiquement autour de 30%-35% (§ 4.3.1.3) ;
 - compatible avec la borne basse de la fourchette de décote de 20% à 25% appliquée sur l'ANR par les analystes pour valoriser l'Action dans leurs objectifs de cours, dont les plus récents encadrent le Prix d'Offre (§ 4.3.1.2) ; et
 - compatible avec la décote d'ANR moyenne observée sur le Panel, proche de 20% (§ 4.3.1.4.ii et 4.3.1.5),

et dès lors nous paraît acceptable dans le cadre de l'Offre ; le Prix d'Offre Coupon 2017 détaché (16,71 €) :

- recèle une décote de 20% par référence à l'ANR au 31 décembre 2017 Coupon 2017 détaché (20,89 €) ;
- emporte les mêmes constats que ceux issus du Prix d'Offre Coupon 2017 attaché.

- > L'évaluation intrinsèque de l'Action en DCF, centrée à 17,55 € dans une fourchette de 16,88 € à 18,28 € (Coupon 2017 attaché), est proche du Prix d'Offre (Coupon 2017 attaché) (§ 4.3.2.4) ; elle a été établie sur la base du *Business Plan* reflétant le potentiel de développement de la Société ;
- > Le Prix d'Offre rapporté au cours spot de l'Action dégage, pour les actionnaires souhaitant bénéficier de la fenêtre de liquidité ouverte par l'Offre, des primes par rapport aux CMPV sur les 12 derniers mois de 12,4% (CMPV 12 mois) à 26,9% (CMPV 20 dernières séances) (§ 4.3.1.1) ; sur une période décomptée à partir de l'année 2012, qui marque le début de l'internationalisation du Portefeuille, à l'issue du rapprochement opéré en 2011 par la Société avec les Fonds Apax dans sa stratégie d'investissement, le Prix d'Offre borne par le haut l'évolution historique des cours (§ 4.3.1 et 4.3.1.5).

6. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution¹⁹⁵ des travaux d'évaluation réalisés par CA-CIB.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont globalement comparables à celles de l'Établissement Présentateur, en ce qui concerne :

- l'analyse du cours de l'Action ;
- la valorisation multicritère du Portefeuille.

L'Établissement Présentateur n'a toutefois pas valorisé l'Action, via le *Business Plan*, par la méthode DCF.

Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

6.1. Périmètre d'évaluation

CA-CIB a procédé à l'évaluation :

- des sociétés du Top 13 auxquelles a été ajouté Nowo Oni¹⁹⁶, représentant ensemble plus de 80% de la valeur du Portefeuille au 31 décembre 2017 (§ 3.3.2.1) ; la valeur des capitaux propres à 100% de ces participations a été calculée en fonction :
 - du cours de bourse et des cours cibles des analystes pour les sociétés cotées ; l'exploitation d'un consensus de *brokers*, permettant de notre point de vue d'approcher la valeur en DCF de sociétés cotées telles qu'Altran, Albioma et Amplitude Surgical (§ 4.3.3.2), n'a pas été envisagée par l'Établissement Présentateur ;
 - de comparables boursiers et de références transactionnelles pour les sociétés non cotées ;
- des investissements indirects via les Fonds Apax, par rapprochement avec le *reporting* de ces fonds aux investisseurs.

6.2. Passage de la valeur du Portefeuille à l'ANR

Le passage de la valeur du Portefeuille à l'ANR est retenu par CA-CIB à hauteur de 107,9 M€, correspondant à la situation des provisions pour *carried interest*, de l'endettement net et des autres passifs et actifs non courants au 31 décembre 2017 (§ 3.3.1) ; nous avons variabilisé le *carried interest* en fonction de nos fourchettes de valorisation du Portefeuille (§ 4.3.3.1).

¹⁹⁵ Sous la forme du rapport d'évaluation établi par CA-CIB et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre inclus dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

¹⁹⁶ Câblo-opérateur portugais.

6.3. Valorisation de l'ANR

Nonobstant la politique de versement de dividendes à hauteur de 2% à 3% de l'ANR (§ 3.2.1 et § 3.3.1), CA-CIB considère, comme nous, que la méthode DDM pour la valorisation directe de l'Action n'apparaît pas adaptée au contexte de l'Offre, dans la mesure où elle n'est pas nécessairement représentative de la pleine capacité de la Société à générer des flux de trésorerie ; nous considérons en outre que le taux de distribution de dividendes reste à la main du Gérant.

La méthode DCF a également été écartée par CA-CIB pour évaluer directement l'Action, eu égard à la diversité du Portefeuille ; à titre de recoupement avec l'ANR par Action, nous avons retenu cette méthode pour appréhender la valeur intrinsèque de l'Action.

6.4. Décote sur ANR

L'Établissement Présentateur mentionne que la décote d'ANR de 20% à 25% appliquée à Altamir par les *brokers* s'inscrit dans l'intervalle de décotes appliquées par les analystes pour évaluer des sociétés dont, indépendamment de leur taille, de la composition de leur portefeuille et de leur stratégie, les activités d'investissement tendent à se rapprocher du *Private Equity* tel que pratiqué par la Société :

- [Eurazeo](#) : 10% à 20% ;
- [Exor](#) : 18% à 25% ;
- [FFP](#) : 35% ;
- [GBL](#) : 10% à 20% ;
- [Investor AB](#) : 5% à 15% ;
- [Wendel](#) : 20%.

Au final, CA-CIB affecte l'ANR d'une décote de 20%, comprise dans un intervalle de 17,5% à 22,5%, pour déterminer la valeur de l'Action, au centre d'une table de sensibilité¹⁹⁷ croisant :

- la valeur minimale, centrale et maximale du Portefeuille, et
- la décote d'ANR.

Nos estimations de décote par référence aux comparables boursiers, bien que se fondant sur un Panel différent de la sélection de l'Établissement Présentateur, conduisent à un niveau de décote moyen proche de 20% (§ 4.3.1.4.ii).

La décote induite par le Prix d'Offre par rapport à l'ANR que nous avons recalculé à la date la plus récente ressort à environ 20%.

¹⁹⁷ La valeur centrale de l'Action après décote ressort à 17,14 €, dans une fourchette de 16,18 € à 18,13 €.

6.5.Synthèse sur la valorisation de l'Action

La comparaison méthodologique et chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est récapitulée ci-après¹⁹⁸ :

Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre			CA-CIB	
	€ / action	Prime / (décote)	€ / action	Prime / (décote)
Prix d'Offre	17,36 €		17,36 €	
Valorisation ANR				
ANR publié au 31 décembre 2017	21,54 €	(19,4%)	21,54 €	(19,4%)
ANR recalculé avant décote	21,91 €	(20,8%)	n.a.	n.a.
ANR recalculé après décote	n.a.	n.a.	17,14 €	1,3%
Approche intrinsèque				
DCF	17,55 €	(1,1%)	n.a.	n.a.
Cours au 30 avril 2018				
Spot	13,99 €	24,1%	13,94 €	24,5%
Moyenne pondérée 20 séances	13,68 €	26,9%	n.c.	n.c.
Moyenne pondérée 1 mois	13,68 €	26,9%	13,68 €	26,9%
Moyenne pondérée 60 séances	14,26 €	21,7%	n.c.	n.c.
Moyenne pondérée 3 mois	14,31 €	21,3%	14,31 €	21,3%
Moyenne pondérée 6 mois	14,72 €	17,9%	14,73 €	17,9%
Moyenne pondérée 12 mois	15,45 €	12,4%	n.c.	n.c.

¹⁹⁸ Pour mémoire, le cours spot de 13,99 € que nous présentons au 30 avril 2018 est calculé sur la base du cours moyen journalier pondéré par les volumes ; le cours de bourse de clôture s'établit à 13,94 €, comme affiché par CA-CIB (§ 4.3.1.1).

7. Appréciation de l'incidence des Accords Connexes

En complément de la prise de connaissance de la teneur des Accords Connexes (2.5) :

- nous avons procédé à la lecture des projets de contrats de financement de l'Offre qui seront signés au plus tard le jour du dépôt du projet d'Offre :
 - contrat *senior* (160 M€) ;
 - contrat *junior* (110 M€).
- nous avons obtenu la confirmation que le Prix d'Offre n'est assorti d'aucun complément de prix ;
- nous nous sommes assurés et avons obtenu confirmation de l'exhaustivité des accords recensés en **Annexe 4**¹⁹⁹ ;
- nous avons consulté, à partir d'exemples type qui nous ont été communiqués, le texte des protocoles de renonciation à l'Offre des porteurs d'actions B (§ 7.1), des protocoles de non apport à l'Offre – garantie de flottant et liquidité (§ 7.2) ainsi des promesses d'achat d'actions de la société Altamir (§ 7.3), et avons obtenu la confirmation que ces accords sont réitérés au cas par cas, dans les mêmes termes que les exemples type qui nous ont été communiqués.

7.1. Renonciation des titulaires d'actions B au bénéfice de l'Offre

Au vu des dispositions statutaires, la renonciation des titulaires d'actions B au bénéfice de l'Offre, qui revêt un caractère formel, n'appelle pas de commentaire de notre part (§ 2.5.1).

7.2. Engagements de non-apport d'Actions à l'Offre

Dans la logique du périmètre de l'Offre portant sur les Actions non détenues par Amboise et Amboise Partners (§ 2.5.2), Amboise Partners a pris l'engagement de conserver ses Actions durant l'Offre ; par ailleurs, l'engagement pris par plusieurs actionnaires de ne pas apporter leurs Actions à l'Offre est assortie du corollaire de ne pas les céder dans les 6 mois suivant l'Offre afin de permettre à l'Initiateur de procéder dans les meilleures conditions au reclassement d'une partie des Actions acquises dans le cadre de l'Offre.

Ces dispositions n'appellent pas de commentaire de notre part, étant précisé que certains des actionnaires ayant pris l'engagement de ne pas apporter leurs titres à l'Offre se sont en outre engagés à reprendre, au Prix d'Offre, des Actions auprès de l'Initiateur qui exercera auprès d'eux une promesse d'achat dont le fait déclencheur découlera de l'avis de résultat de l'Offre en ce comprise l'Offre ré-ouverte (§ 2.5.3 et § 7.3).

¹⁹⁹ Documentation relative à l'Offre, informations juridiques.

7.3. Engagements de reprise d'Actions auprès de l'Initiateur par des actionnaires à l'issue de la clôture de l'Offre et modalités de reclassement d'Actions par l'Initiateur

Dans le cadre du reclassement d'Actions par l'Initiateur pour revenir au Seuil de Détention du Groupe Majoritaire (65%) à l'issue de l'Offre et dans l'hypothèse de l'apport à l'Offre de la totalité des Actions visées par l'Offre (§ 2.5.3) :

- la promesse d'achat exerçable par l'Initiateur auprès des actionnaires promettants ayant pris l'engagement de ne pas apporter leurs Actions à l'Offre, sur un total de 2.393.776 Actions, est stipulée au Prix d'Offre, et dès lors n'appelle pas de commentaire de notre part (§ 7.2) ;
- nous comprenons par ailleurs que le solde de 6.194.388 Actions à reclasser par l'Initiateur auprès du public le serait sans garantie de liquidité au bénéfice de l'Initiateur :
 - en fonction de conditions de marché dont nous ne pouvons pas préjuger de l'évolution ; et
 - sous contrainte pour l'Initiateur de reclassement des Actions, laissant *de facto* une marge de négociation au cessionnaire.

7.4. Engagements de M. Maurice Tchenio dans le cadre du financement de l'Offre

Le dispositif concernant la participation personnelle et auprès d'Amboise de M. Maurice Tchenio au financement de l'Offre n'appelle pas d'observation particulière de notre part au regard du Prix d'Offre (§ 2.4 et § 2.5.4).

7.5. Synthèse

En définitive, nous considérons que les Accords Connexes, qui pour l'essentiel se rapportent au Seuil de Détention du Groupe Majoritaire rassemblant M. Maurice Tchenio, Amboise et Amboise Partners, ainsi qu'aux modalités de financement de l'Offre :

- n'ont pas d'incidence sur le Prix d'Offre ; et
- dès lors ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre (§ 2.5.5).

8. Conclusion

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action d'Altamir, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 17,36 € avant détachement du Coupon 2017 et de 16,71 € après détachement du Coupon 2017 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 3 mai 2018

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Présentation des comparables boursiers Annexe 7

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL DETAILLÉ ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

> Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse
- Analyse des communiqués de presse
- Prise de connaissance des informations relatives au litige opposant Moneta et la Société
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action
- Étude des principales caractéristiques et composantes du marché du *Private Equity* et du positionnement de la Société sur ce marché et vis-à-vis des Entités
- Analyse des Accords Connexes

> Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société depuis 2011²⁰⁰
- Analyse des comptes consolidés de la Société et de la formation de l'ANR au 31 décembre 2017
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Requêtes documentaires et exploitation des réponses de la Direction et des Conseils
- Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables pour l'analyse de la décote d'ANR
- Analyse détaillée du *Business Plan* et modélisation DCF
- Évaluation multicritère du Portefeuille et de l'Action

> Élaboration du Rapport

- Administration et supervision de la Mission
- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission d'une lettre d'affirmation
- Rédaction du Rapport présenté au Conseil de Surveillance du 3 mai 2018

> Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit entre 250.000 € et 260.000 € hors taxes, en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

²⁰⁰ L'année 2011 marque le rapprochement de la Société avec les Fonds Apax dans la stratégie d'investissement et l'internationalisation du Portefeuille, effective depuis 2012.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE²⁰¹

- > **16 mars**
 - Présentation du projet d'Offre par l'Initiateur et la Direction
 - Signature de l'engagement de confidentialité par l'expert indépendant
- > **Semaine du 19 au 25 mars**
 - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil de Surveillance
 - Ouverture de la *data room* par la Direction
 - Requête documentaire
 - Remise du projet de rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- > **Semaine du 26 mars au 1^{er} avril**
 - Réunion avec l'Établissement Présentateur
 - Finalisation et envoi de la lettre de mission de l'expert indépendant
 - Communication du premier projet de note d'information de l'Initiateur
 - Mise à disposition du projet de document de référence 2017
 - Contact avec le Conseil de l'Initiateur
- > **Semaine du 2 au 8 avril**
 - Conférence téléphonique avec le Comité Ad Hoc
 - Mise à jour de la requête documentaire
 - Revue du Portefeuille avec le Président Directeur Général d'Apax Partners SAS
 - Entretien avec la Direction et l'Initiateur
 - Contact avec le Conseil de l'Initiateur
- > **Semaine du 9 au 15 avril**
 - Réunion avec le Comité Ad Hoc
 - Entretiens avec la Direction
 - Communication du deuxième projet de note d'information de l'Initiateur
 - Contact avec le Conseil de l'Initiateur
 - Entretiens avec le Conseil de la Société
 - Mise à jour de la requête documentaire
 - Entretien avec l'Initiateur
 - Contacts avec l'Établissement Présentateur

²⁰¹ En marge des échanges de mails, notamment avec la Direction, durant la Mission.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

> Semaines du 16 au 29 avril

- Mises à jour de la requête documentaire en vue de la levée des derniers suspens documentaires
- Entretiens avec la Direction et l'Initiateur
- Contacts avec l'Établissement Présentateur
- Contact avec le Comité Ad Hoc
- Communication du troisième projet de note d'information de l'Initiateur
- Entretien avec le Conseil de la Société
- Finalisation de la valorisation multicritère de l'Action
- Communication du projet de note d'information en réponse de la Société
- Mise à disposition du premier projet de contrat *senior* de financement de l'Offre
- Proposition de lettre d'affirmation
- Soumission du Projet de Rapport au Conseil de Surveillance
- Assemblée Générale (26 avril 2018)

> Semaine du 30 avril au 6 mai

- Entretiens avec la Direction et l'Initiateur
- Contacts avec l'Établissement Présentateur
- Remise de la version finale du rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Communication du dernier projet de note d'information de l'Initiateur et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre
- Mise à disposition du deuxième projet de contrat *senior* de financement de l'Offre
- Mise à disposition du projet de contrat *junior* de financement de l'Offre
- Réception de la lettre d'affirmation
- Présentation du Rapport et de l'attestation d'équité au Conseil de Surveillance du 3 mai 2018 en vue de l'émission de l'avis motivé du Conseil de Surveillance avant le Dépôt

ANNEXE 3: LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

> Société

Altamir

- Jean-Hugues Loyez Président du Conseil de Surveillance et membre du Comité Ad Hoc
- Sophie Etchandy-Stabile Membre du Conseil de Surveillance, membre du Comité Ad Hoc, membre du Comité d'Audit
- Eric Sabia Directeur financier

> Fonds Apax

Apax Partners SAS

- Eddie Misrahi Président Directeur Général
Membre du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance

> Initiateur

Amboise

- Maurice Tchenio Actionnaire de référence d'Amboise
Président du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance

> Conseils

D'Hoir Beaufre Associés

- Philippe D'hoir Associé

Dethomas Peltier Juvigny et Associés

- Frédéric Peltier Associé

> Établissement Présentateur

Crédit Agricole Corporate & Investment Bank

- Bertrand Peyrelongue *Managing Director
Head of Mergers & Acquisitions*
- Françoise Poujetoux *Managing Director
Head of Legal and Financing Engineering*
- Ludovic Balkany *Vice President
Mergers & Acquisitions*
- Gaëtan Dietsch *Vice President
Mergers & Acquisitions*

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

> Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Projet de note d'information établi par Amboise
- Projet de note d'information en réponse établi par Altamir
- Dispositif de financement de l'Offre :
 - Projet de contrat *senior*²⁰² (160 M€) (21 avril 2018 et 30 avril 2018)
 - Projet de contrat *junior*²⁰³ (110 M€) (1^{er} mai 2018)
- Accords Connexes²⁰⁴ :
 - Protocole de renonciation à l'Offre des porteurs d'actions B
 - Protocole de non apport à l'Offre – garantie de flottant et liquidité²⁰⁵
 - Promesse d'achat d'actions de la société Altamir

Informations financières

- Projet de rapport d'évaluation, CA-CIB (22 mars 2018 et 3 mai 2018)
- *Business Plan* 2018-2023

> Documentation juridique

- Kbis d'Altamir, d'Altamir Gérance, d'Amboise et d'Amboise Partners
- Statuts d'Altamir, d'Altamir Gérance, d'Amboise et d'Amboise Partners
- Titulaires d'actions B
- Procès-verbaux du Conseil de Surveillance d'Altamir (2016 à 2018)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance (2017)
- Contrats de conseil en investissement et de prestations de services
 - Contrat de conseil en investissements entre Apax Partners et Altamir & Cie (30 novembre 2006) et avenants entre Apax Partners et Altamir Amboise n°1 (29 septembre 2010) et n°2 (5 mars 2013)
 - Contrat de prestations de services entre Altamir Gérance et Altamir (9 juillet 2013)
 - Contrat de prestation de services de conseil en investissement entre Apax Partners SA et Apax Partners MidMarket SAS (29 septembre 2010)
 - Convention entre Amboise SNC et Altamir Gérance (9 juillet 2013) et avenant (30 avril 2014)
 - Convention entre Apax Partners SA et Altamir Gérance (9 juillet 2013)
 - Convention entre Apax Partners SA et Altamir Gérance (30 avril 2014)

²⁰² « Euro 160,000,000 Senior Facility Agreement ».

²⁰³ « Euro 110,000,000 Second Lien Facility Agreement ».

²⁰⁴ Exemples type.

²⁰⁵ Dont engagement de conservation des titres d'Amboise Partners (19 avril 2018).

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation juridique (suite)

- Rapport de Bergeras Expertises à la suite d'une ordonnance de référé du Tribunal de commerce de Paris rendue le 16 mars 2016 dans le cadre du litige opposant Moneta et la Société (9 février 2018)
- Conditions et contrat de placement privé « ABB » Albioma (14 mars 2018)
- Protocole de cession de blocs de GFI (10 mai 2017)
- Récapitulatif des conditions de cession par Apax VIII de la totalité de la participation dans Genex Services (26 mars 2018)
- Engagement d'avance en compte courant au bénéfice d'Altrafin Participations en vue de la souscription à l'augmentation de capital d'Altran (29 mars 2018)
- Règlement d'Apax France IX-B

➤ Documentation comptable et financière

- Présentation à l'Assemblée Générale du 26 avril 2018
- Documents de référence d'Altamir incluant les rapports financiers annuels (2012 à 2017)
- Présentation SFAF d'Altamir (2017 Results)
- Détail du Portefeuille en juste valeur au 31 décembre 2017
- Rapport des commissaires aux comptes au Comité d'Audit (2017)
- Comptes d'Altamir Gérance (2016 et 2017)
- Comptes d'Amboise (2016 et 2017)
- Comptes d'Amboise Partners SA (ex-Apax Partners SA) (2016 et 2017)
- *Annual report* 2017 d'Apax Partners SAS
- *Reporting* Apax France VII au 31 décembre 2017
- *Reporting et capital account* au 31 décembre 2017 des Fonds Apax (Apax France VIII et IX et Apax VIII et IX LLP) et des principales entités incluses dans le périmètre de consolidation d'Altamir au titre des co-investissements
- Etats financiers audités d'Apax France VIII et IX et d'Apax VIII LP et IX LP au 31 décembre 2017
- Rapports de certification des commissaires aux comptes sur les comptes au 31 décembre 2017 des FPCI porteurs des participations des Fonds Apax
- Fiches de valorisation des participations du *Legacy Portfolio* au 31 décembre 2017 (Alain Afflelou, Albioma, Altran, GFI, THOM Europe, Groupe Royer)
- Projet de comptes de Financière Hélios au 31 décembre 2017

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Bases de données et notes de *brokers*

- Bloomberg
- S&P Capital IQ
- Xerfi 7000
- Notes de *brokers* sur la Société, les participations cotées du Portefeuille et les comparables

➤ Références bibliographiques²⁰⁶

Sites d'information de la Société et d'Apax Partners SAS

- Altamir. [En ligne], <http://www.altamir.fr/fr/>
- Apax Partners SAS. [En ligne], <http://www.apax.fr/>

Sites d'information du Top 13 et des sociétés cotées du Portefeuille

- Alain Afflelou. [En ligne], <https://www.afflelou.com/entreprise/>
- Albioma. [En ligne], <http://www.albioma.com/>
- Altran Technologies. [En ligne], <https://www.altran.com/fr/fr/>
- Amplitude Surgical. [En ligne], <https://www.amplitude-surgical.com/fr/>
- CIPRÈS Assurances. [En ligne], <http://www.cipres.fr/>
- Evry ASA. [En ligne], <https://www.evry.com/>
- GFI. [En ligne], <https://www.gfi.world/fr/>
- Guotai Junan Securities. [En ligne], <https://www.gtja.com/portal/channel/indexen.jhtml>
- Huarong. [En ligne], <http://www.chamc.com.cn/en/index.shtml>
- InfoVista. [En ligne], <https://www.infovista.com/>
- INSEEC U. [En ligne], <https://www.inseec-u.com/>
- Manappuram Finance. [En ligne], <http://www.manappuram.com/>
- Marlink. [En ligne], <https://marlink.com/>
- Melita. [En ligne], <https://www.melita.com/>
- Sandaya. [En ligne], <https://www.sandaya.fr/>
- Shriram City Union Finance. [En ligne], <https://www.shriramcity.in/>
- SK FireSafety Group. [En ligne], <https://www.skfiresafetygroup.com/>
- THOM Europe. [En ligne], <http://www.thomeurope.com/>
- Zensar. [En ligne], <https://www.zensar.com/>

²⁰⁶ Références du 30 avril 2018.

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Sites d'information des comparables retenus par Ledouble

- Dunedin. [En ligne], <https://www.dunedin.com/>
- HarbourVest. [En ligne], <https://www.harbourvest.com/>
- Hg Capital. [En ligne], <http://www.hgcapitaltrust.com/>
- IDI. [En ligne], <http://www.idi.fr/>
- Oakley Capital [En ligne], <http://oakleycapitalinvestments.com/>
- Pantheon. [En ligne], <http://www.piplc.com/>

Sites d'information des comparables retenus par CA-CIB

- Eurazeo. [En ligne], <https://www.eurazeo.com/fr/>
- Exor. [En ligne], <http://www.exor.com/>
- FFP. [En ligne], <http://www.groupe-ffp.fr/fr>
- GBL. [En ligne], <http://www.gbl.be/fr>
- Investor AB. [En ligne], <https://www.investorab.com/>
- Wendel. [En ligne], <https://www.wendelgroup.com/fr>

Autres sites d'informations

- AMF. [En ligne], <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France. [En ligne], <https://www.banque-france.fr/>
- Conseil constitutionnel. [En ligne], <http://www.conseil-constitutionnel.fr/>
- France Invest²⁰⁷. [En ligne], <http://www.franceinvest.eu/>
- IPEV. [En ligne], <http://www.privateequityvaluation.com/>
- Legifrance. [En ligne], <https://www.legifrance.gouv.fr/>
- Moneta. [En ligne], <http://www.moneta.fr/>

²⁰⁷ Ex-AFIC, association professionnelle des investisseurs en capital en France.

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Études et articles de presse

- Bain & Company (2018). [Global Private Equity Report 2018](#)
- Barclays (2018). « Lagardere SCA. 2018 growth, cash flow and disposals », 14 p.
- France Invest (2018). [Activité des acteurs français du capital investissement](#).
- HSBC (2017). « France – Top picks H2 2017. Six conviction Buys outside the CAC40 for H2 2017 », 3 juillet, 77 p.
- Invest Securities (2014). « Turenne Investissement (+) Une nouvelle stratégie anti-décote », 12 décembre, 32 p.
- Jefferies (2017). « Investment Companies. Initiating Coverage – French Listed Private Equity », 1^{er} juin, 26 p.
- JP Morgan Cazenove (2017). « Investment Companies Daily. Listed PE update and recommendation changes », III Acquisition, HVPE Sep NAV, 16 octobre, 21 p.
- Ledouble (2018). « [Analyse des offres publiques 2017](#) », janvier
- Option Finance (2018). Interview d'Olivier Millet, Président de France Invest : « La France peut devenir le premier marché du capital-investissement en Europe », p. 7 et dossier « Asset Management », pp. 21-31
- Portzamparc (2017). Nextstage, 24 février et 6 mars
- Preqin (2018). [Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report](#) ; [Preqin Investor Outlook: alternative assets H1 2018](#) ;
- Xerfi (2017). [Le capital investissement](#).

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **Annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

> Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)
- Chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris

> Sébastien SANCHO, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

> Riccardo ETZI, Responsable de mission

- ESCP Europe – Spécialisation Corporate Finance
- Université de Turin – *Bachelor* Administration, Finance et Contrôle

> Edouard HAYOT, Responsable de mission

- Neoma Business School, campus de Reims
- Membre de la SFEV

> Apolline BRILLAND, Analyste

- ESDES Business School of UCLy, Lyon – Master en Finance & Marchés
- CEFA (Certified European Financial Analyst) – Société Française des Analystes Financiers (SFAF)

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

> Marjory BRUCHON, Analyste

- *Passed Chartered Financial Analyst (CFA) Level III*
- IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des marchés

> Maximilien TRISTANT, Analyste

- European Business School – Master en Finance

--

> Agnès PINIOT, Associée, Présidente

Agnès Piniot n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Trésorière de la Compagnie Nationale des Experts Comptables de Justice (CNECJ)
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE DEPUIS 2013

Année	Société	Etablissement présentateur
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 ou 261-3 du règlement général de l'AMF.

** : Transfert de siège au Royaume-Uni.

ANNEXE 7 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSISERS²⁰⁸

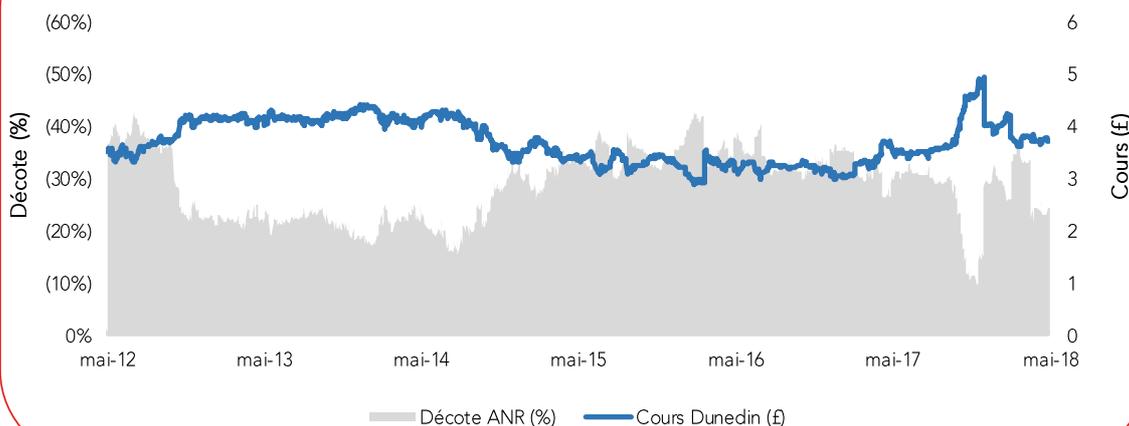
Dunedin

Activité et chiffres clés

- Dunedin est une société de *private equity* intervenant sur le marché *mid-cap* anglais.
- Dunedin investit directement ou par le biais de fonds auto-détenus dans des sociétés essentiellement non cotées anglaises. Ses investissements sont principalement réalisés en direct et au travers de ses propres fonds (86%).
- La société investit notamment dans les secteurs des services financiers (23% de l'ANR) et des services aux entreprises (42%).
- Place de cotation : **London Stock Exchange**
- Capitalisation boursière (moy. 1 mois) : **87 M€**
- ANR au 31/12/2017 : **115 M€**
- Rotation du capital (12 mois) : **18%**

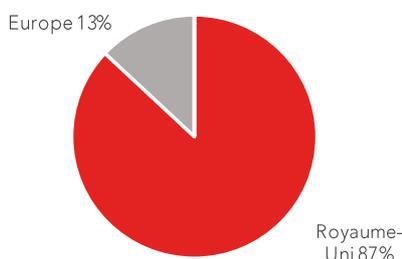
Cours de bourse et décote ANR

Cours de l'action Dunedin versus décote ANR

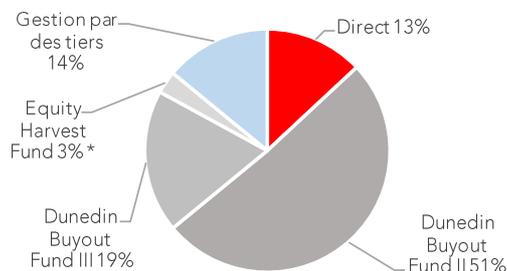


Répartition géographique et segmentation

Répartition géographique



Répartition des investissements



* Fonds appartenant à Dunedin

²⁰⁸ Sources : Bloomberg, S&P Capital IQ et documents de référence ; les capitalisations boursières sont recensées sur un historique 1 mois au 30 avril 2018.

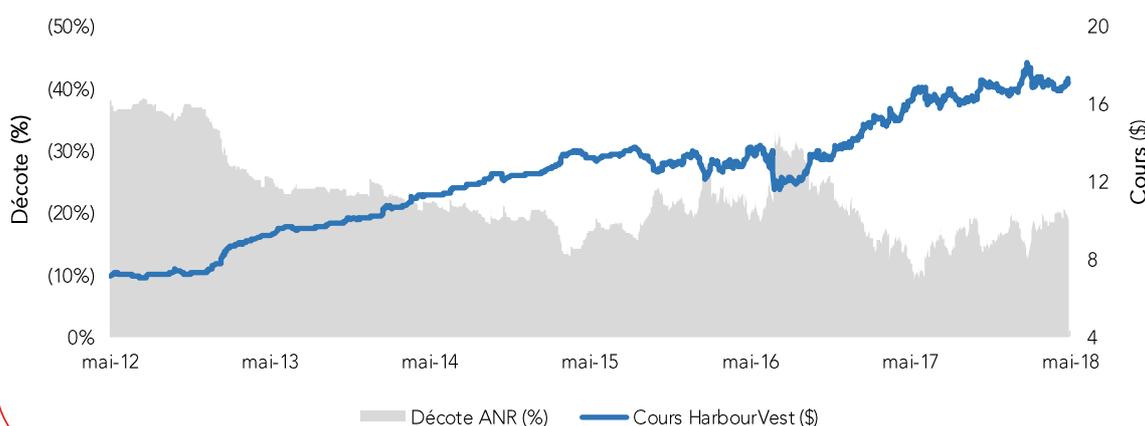
HarbourVest

Activité et chiffres clés

- HarbourVest est une société de *private equity* américaine intervenant sur le marché du *small, mid et large cap*.
 - Dans le cadre de ses investissements en direct, la société investit conjointement aux côtés des *general partners*.
 - HarbourVest investit également dans des fonds nouvellement constitués managés par des tiers (primaires), ainsi que dans des fonds déjà constitués également managés par des tiers (secondaires).
 - La stratégie de la société est de renforcer ses investissements primaires (60%) et de réduire ses investissements en direct (15%) et secondaires (25%).
 - En octobre 2016, HarbourVest a annoncé le rachat de SVG après avoir surenchéri à une offre de Goldman Sachs pour un montant de 807 M€. La transaction s'est opérée à un *premium* de 0,6% sur la valeur du portefeuille d'investissement.
 - La société investit dans les secteurs des services financiers (32%), des TMT (31%), de l'industrie (20%) et de la santé (17%).
- Place de cotation : London Stock Exchange
 - Capitalisation boursière (moy. 1 mois) : 1 109 M€
 - ANR au 31/03/2018 : 1 401 M€
 - Rotation du capital (12 mois) : 22%

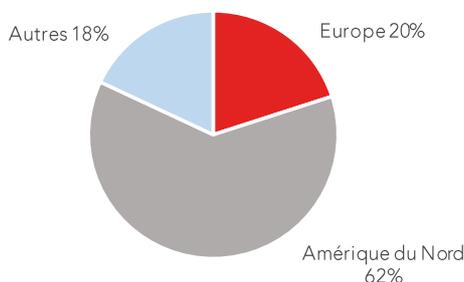
Cours de bourse et décote ANR

Cours de l'action HarbourVest versus décote ANR

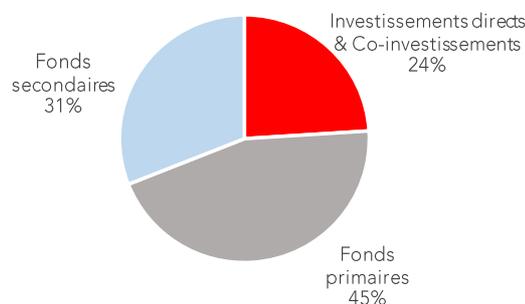


Répartition géographique et segmentation

Répartition géographique



Répartition des investissements



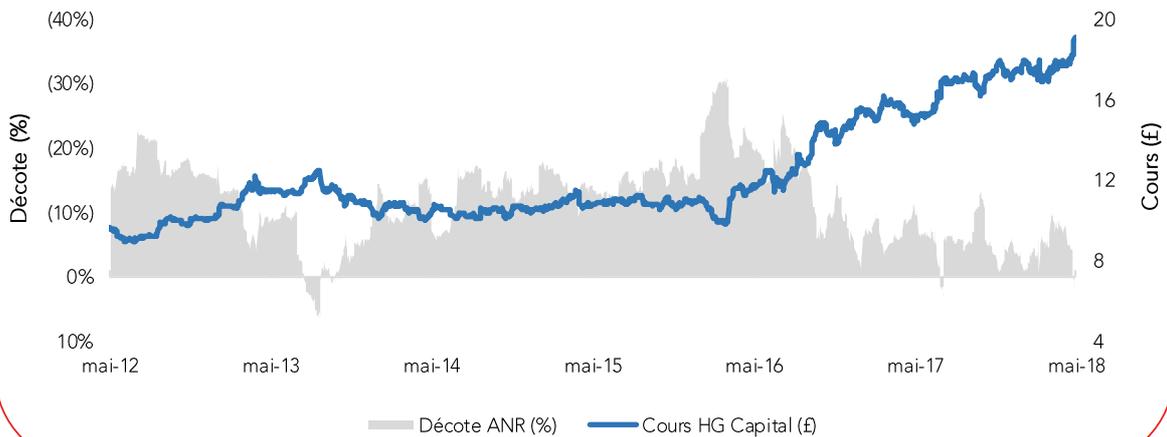
Hg Capital Trust

Activité et chiffres clés

- Hg Capital Trust est un "investment trust" anglais spécialisé dans les investissements de *private equity* dans des entreprises non cotées en Europe.
- L'investissement est opéré au travers d'Hg Capital Trust plc en direct ou au travers des fonds Hg (en direct ou en co-investissement auprès d'investisseurs institutionnels). La gestion de ces fonds est réalisée à partir d'un contrat de management et sous la supervision d'un board indépendant.
- La société investit principalement dans le secteur des TMT qui représente 75% de son portefeuille primaire.
- Place de cotation : **London Stock Exchange**
- Capitalisation boursière (moy. 1 mois) : **764 M€**
- ANR au 31/03/2018 : **796 M€**
- Rotation du capital (12 mois) : **29%**

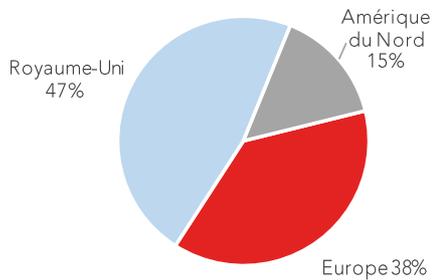
Cours de bourse et décote ANR

Cours de l'action HG Capital versus décote ANR

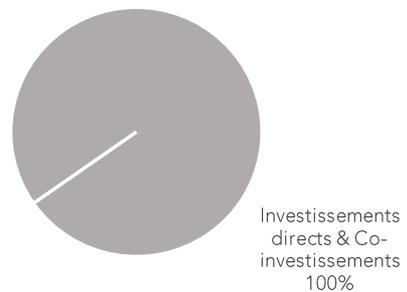


Répartition géographique et segmentation

Répartition géographique



Répartition des investissements



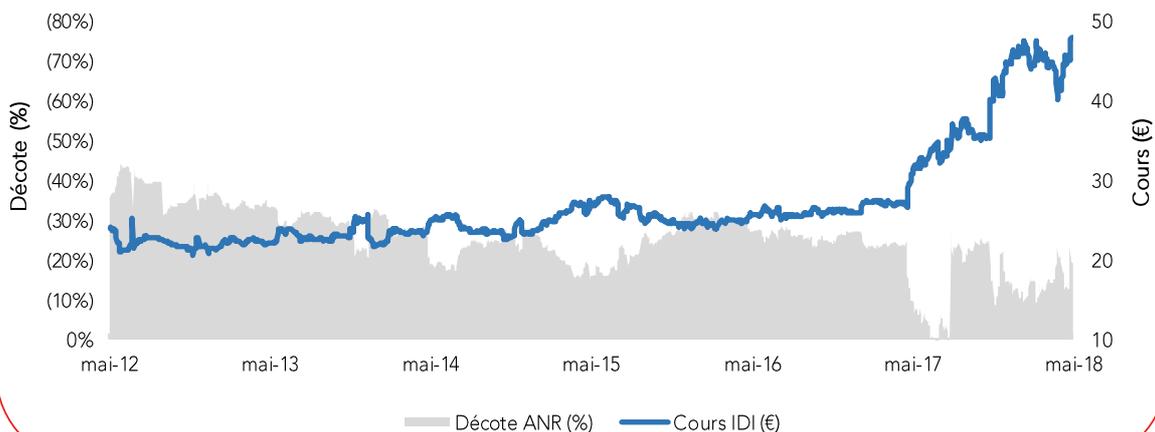
IDI

Activité et chiffres clés

- IDI est une société de *private equity* française, intervenant sur le marché du *small* et *mid-cap*.
 - IDI est spécialisée dans le capital-développement en France à travers des investissements en fonds propres.
 - IDI Emerging Markets, filiale d'IDI, réalise des investissements pour compte de tiers dans les pays émergents (Chine, Inde, Asie du Sud Est, Amérique du Sud, Afrique). Les investissements sont majoritairement opérés à travers des fonds de fonds et occasionnellement en co-investissement.
 - Iinvest Partners, autre filiale d'IDI, est spécialisée dans la gestion pour compte de tiers (fonds de fonds de *private equity* en Europe, fonds de dette senior, fonds de dette mezzanine et capital-risque). En février 2018, IDI a annoncé la cession de la totalité de ses parts dans Iinvest Partners à Eurazeo (51%).
 - La société investit notamment dans les secteurs de l'industrie et de la chimie (32%), des biens de consommation (26%) et de la santé (16%).
- Place de cotation : Euronext Paris
 - Forme juridique : SCA
 - Capitalisation boursière (moy. 1 mois) : 331 M€
 - ANR au 31/12/2017 : 427 M€
 - Rotation du capital (12 mois) : 4%

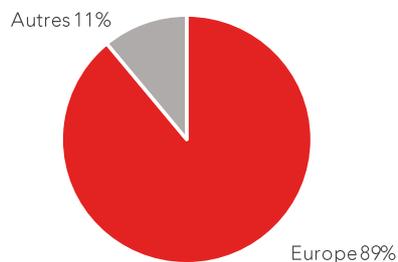
Cours de bourse et décote ANR

Cours de l'action IDI versus décote ANR

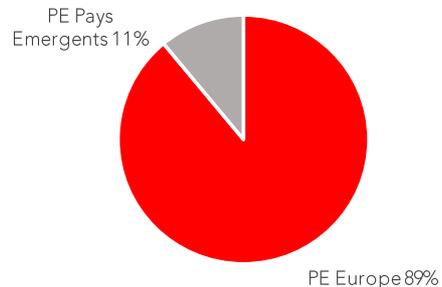


Répartition géographique et segmentation

Répartition géographique



Répartition de l'ANR



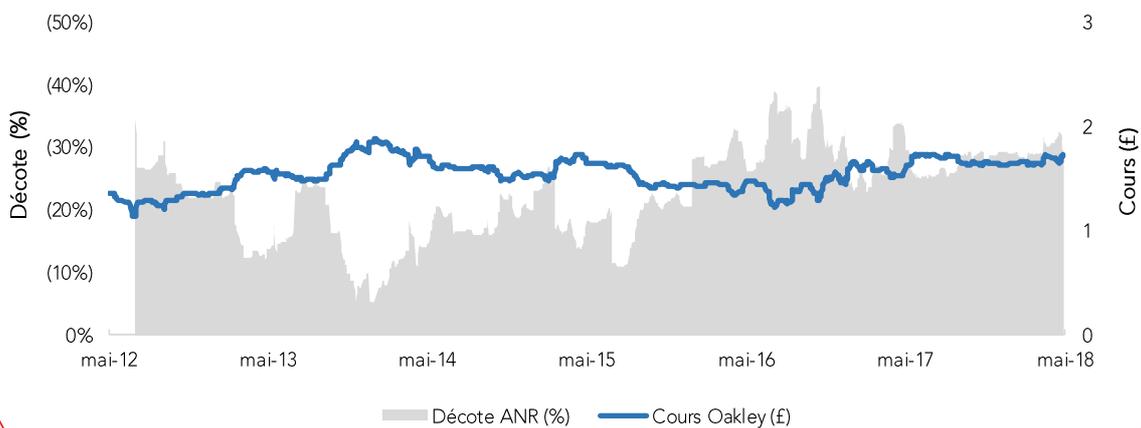
Oakley Capital Investissement

Activité et chiffres clés

- Oakley Capital Investissement (OCI) est une société de *private equity* anglaise intervenant exclusivement sur le marché européen.
- OCI investit indirectement dans des sociétés à travers des fonds auto-détenus "*Oakley Funds*" (56% de l'ANR) ou en co-investissement en *equity* et en dette (respectivement 13,4% et 13,9% de l'ANR).
- Les co-investissements en *equity* concernent majoritairement la société cotée Time Out Group Plc. (61%), contre 39% pour les sociétés non cotées. Les autres investissements du groupe sont essentiellement réalisés dans des sociétés non cotées.
- Les sociétés du portefeuille opèrent principalement dans les secteurs de la consommation (53%), des TMT (17%) et de l'éducation (17%).
- Place de cotation : **Alternative Investment Market (AIM)**
- Capitalisation boursière (moy. 1 mois) : **389 M€**
- ANR au 31/12/2017 : **570 M€**
- Rotation du capital (12 mois) : **47%**

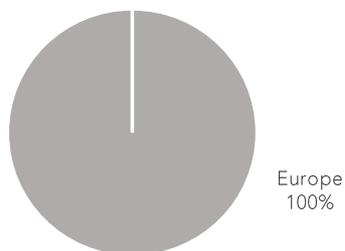
Cours de bourse et décote ANR

Cours de l'action Oakley versus décote ANR

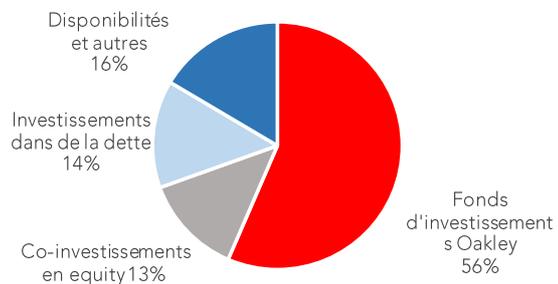


Répartition géographique et segmentation

Répartition géographique



Répartition de l'ANR



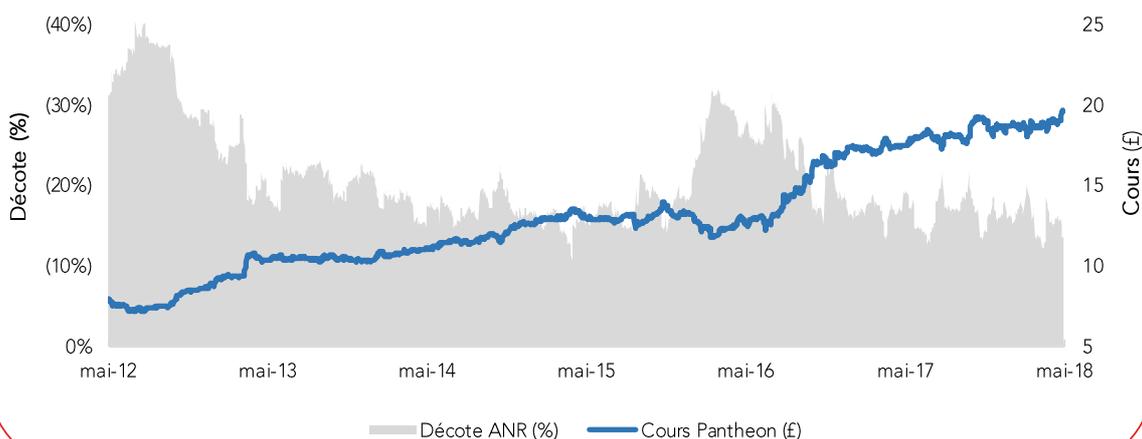
Pantheon International

Activité et chiffres clés

- Pantheon International est un "investment trust" anglais spécialisé dans les investissements de *private equity* sur les marchés américain et européen.
 - Pantheon International, dont l'activité est *exclusivement* consacrée au Private Equity, investit dans des sociétés non cotées, dans des fonds nouvellement constitués (primaires) ou dans des fonds déjà constitués (secondaires)
 - La société investit également dans des sociétés non cotées en **co-investissements** (généralement réalisés par l'acquisition d'un portefeuille de plusieurs sociétés ou d'un investissement aux côtés de *general partners* renommés et connus de Pantheon).
 - La société investit principalement dans les secteurs des biens de consommation (24%), des TMT (27%), de la santé (14%), de la finance (11%), de l'industrie (11%) et de l'énergie (10%).
- Place de cotation : London Stock Exchange
 - Capitalisation boursière (moy. 1 mois) : 1 178 M€
 - ANR au 31/03/2018 : 1 394 M€
 - Rotation du capital (12 mois) : 30%

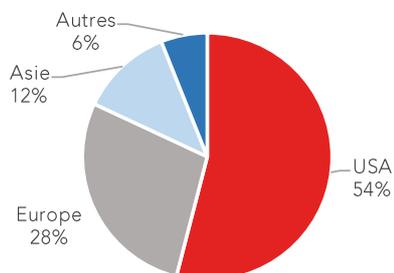
Cours de bourse et décote ANR

Cours de l'action Pantheon versus décote ANR

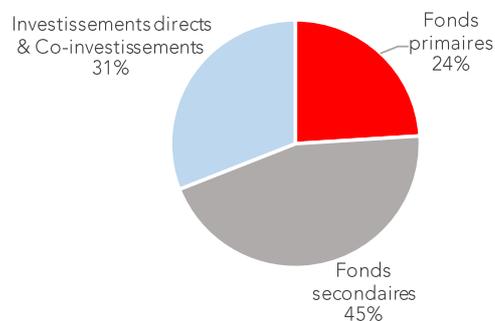


Répartition géographique et segmentation

Répartition géographique



Répartition des investissements





Ledouble

ALTAMIR

1, rue Paul Cézanne
75008 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ADDENDUM AU RAPPORT DU 3 MAI 2018

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS

Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Note liminaire

Le présent addendum au Rapport en date du 3 mai 2018 (l'« **Addendum** ») en reprend certains termes définis dans le glossaire du Rapport (pp. 4-5) ainsi que les conventions de présentation, les renvois entre parties et chapitres du Rapport étant matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Comme dans le Rapport, les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique de l'Addendum.

1. Introduction

Le Rapport rappelle qu'en raison de la concomitance de l'annonce de l'Offre et du Dépôt, nous n'avons pas, à la date à laquelle il a été émis, eu de contact avec les actionnaires minoritaires (§ 3.3.10).

Postérieurement au Dépôt, nous avons pris connaissance de courriers transmis à l'AMF par :

- Moneta : courrier du 17 mai 2018 incluant en annexe le procès-verbal de constat d'huissier établi lors de l'Assemblée Générale d'Altamir du 26 avril 2018¹ ;
- l'Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) : courriers du 17 mai 2018 et du 23 mai 2018 ;
- Avistem, avocat de Moneta : courrier du 24 mai 2018.

Dès réception de ces courriers, nous avons pris l'initiative² de contacter individuellement Moneta, l'ADAM et Avistem et les avons rencontrés séparément, en la personne respectivement de :

- Maître Dominique Stucki, le 5 juin 2018 ;
- Mme Colette Neuville, le 5 juin 2018 ;
- M. Romain Burnand, M. Andrzej Kawalec et M. Thomas Perrotin, le 6 juin 2018.

Les réponses à ces courriers, adressées à l'AMF par le Président et le Conseil de l'Initiateur, nous ont été transmises.

À la suite de nos entretiens :

- Mme Colette Neuville nous a transmis deux autres courriers de l'ADAM adressés à l'AMF en date respectivement du 8 et du 10 juin 2018 ;
- Moneta a adressé par mail un courrier à l'AMF en date du 11 juin 2018, copie Ledouble.

Nous n'avons pas été informés d'autres démarches d'actionnaires ou de représentants d'actionnaires de la Société concernant le projet d'Offre ; Mme Colette Neuville nous a indiqué que l'ADAM était mandatée par Moneta et deux actionnaires d'Altamir, dont l'identité ne nous a pas été révélée.

¹ Cette annexe nous a été transmise à notre demande par Moneta.

² C'est par conséquent Ledouble qui a engagé le contradictoire auprès de Moneta, l'ADAM et Avistem, en l'absence de contact de leur part.

Nous avons pris connaissance de la note d'information de l'Initiateur telle qu'amendée postérieurement au Dépôt.

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, l'ensemble des griefs invoqués, par écrit et verbalement, par Moneta, l'ADAM et Avistem, et précisons que :

- comme rappelé dans le Rapport (§ 1.1) :
 - aux termes de l'article [262-1.I](#), « l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières³ de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF » ;
 - nous nous sommes référés à la recommandation AMF n°[2006-15](#) ;
- l'Attestation d'Équité est délivrée à l'ensemble des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre *i.e.* indépendamment des considérations spécifiques à certains d'entre eux, dans un cadre juridique qu'il ne nous appartient pas d'apprécier ;
- dès lors, les problématiques invoquées par Moneta, l'ADAM et Avistem, tant dans leurs courriers respectifs qu'au cours de nos entretiens, ne relèvent que partiellement de la Mission ; en sont exclus en particulier les sujets liés à :
 - la structuration de l'Offre, notamment en ce qui concerne son caractère volontaire, l'existence prétendue d'une action de concert et la dérogation au seuil de caducité de l'Offre sollicitée par l'Initiateur ; s'agissant du caractère volontaire de l'Offre, l'Attestation d'Équité est à considérer en dehors de toute perspective de retrait obligatoire dont l'Initiateur rejette formellement le principe, ainsi que celui de la radiation des Actions d'Euronext Paris⁴ ;
 - la forme juridique de la Société en SCA au regard de la notion de contrôle ou non de la Société par l'Initiateur ;
 - la saisine de Ledouble au titre de l'article [261-3](#)⁵ du règlement général de l'AMF, étant précisé que nous avons conduit les mêmes diligences que celles requises, en l'espèce, par l'article [261-1 I](#) du règlement général de l'AMF ;
 - la gouvernance de la Société ;
 - la composition du Comité Ad Hoc ;
 - l'existence d'éventuelles alliances capitalistiques ; nous précisons à ce titre que nous avons obtenu de la Direction la confirmation, à sa connaissance, de l'absence de pacte ou d'engagement de cette nature signé entre actionnaires de la Société ;

³ Souligné par nous.

⁴ Cf. projet de note d'information de l'Initiateur, paragraphe 2.3.5.

⁵ Article [261-3](#) du règlement général de l'AMF : « Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre [Titre VI – Expertise indépendante] » (souligné par nous).

- la Mission ne consiste pas à purger les sujets de contentieux opposant Moneta et la Société, dont nous avons pris connaissance, mais qu'il ne nous appartient pas d'apprécier, *a fortiori* de trancher (§ 3.3.10) ; à cet égard :
 - nous excluons en particulier de la Mission toute interprétation du rapport émis par Bergeras Expertise, dont nous avons exploité le contenu pour les seuls besoins de l'Attestation d'Équité ;
 - M. Thierry Bergeras, expert désigné par le Tribunal de commerce de Paris, a rendu compte de façon détaillée de l'intégralité de sa mission et de ses conclusions dans son rapport de 98 pages en date du 9 février 2018⁶, accessible sur les sites d'information d'[Altamir](#) et de [Moneta](#) ;
 - la procédure en cours concernant les conventions de service et d'assistance conclues avec Altamir Gérance, évoquée dans le chapitre suivant de l'Addendum, est pendante devant la juridiction qui en a été saisie.

Par référence au chapitre 6⁷ de la recommandation AMF n°[2006-15](#), relatif aux contacts éventuels de l'expert indépendant avec des tiers, nous ne retenons donc dans l'Addendum que les points suivants, à l'appui de l'Attestation d'Équité.

2. Indépendance de Ledouble et déroulement de la Mission

Le Rapport fait référence explicitement à l'indépendance de Ledouble vis-à-vis des personnes physiques et morales impliquées dans l'Offre ; il indique que nous n'avons jusqu'alors pas réalisé de mission auprès de la Société.

À cet égard, nous n'estimons pas que notre indépendance et notre capacité de jugement aient pu être altérées par les contacts et les échanges que nous avons eus avec nos interlocuteurs, dont :

- M. Jean-Hugues Loyez, Président du Conseil de Surveillance et membre du Comité Ad Hoc, qui ne nous a pas fourni d'éléments relatifs à la valorisation de l'Action, lesquels ont été recueillis directement auprès de la Direction et, comme indiqué en **Annexe 2** du Rapport, *via* une *data room* mise en place en réponse à nos requêtes documentaires ; nous sommes en mesure de témoigner de sa neutralité dans le déroulement et la restitution de nos travaux, au sein du Comité Ad Hoc, constitué par ailleurs de Mme Sophie Etchandy-Stabile, membre du Conseil de Surveillance et membre du Comité d'Audit (§ 1.3) ;
- M. Eddie Misrahi, que nous avons rencontré en sa qualité de Président Directeur Général d'Apax Partners SAS et membre du Conseil d'Administration d'Altamir Gérance ; l'objectif de l'entretien avec M. Eddie Misrahi a consisté en :

⁶ À la fin de sa mission, l'expert judiciaire dépose son rapport final présentant ses analyses et ses conclusions sur l'objet de l'expertise.

⁷ « Lorsque des tiers intéressés à l'offre, en particulier des actionnaires minoritaires de la société visée, se sont manifestés auprès de la société ou de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant peut en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a ou non tenu compte des points de vue ainsi exprimés. » (souligné par nous) ; l'Addendum répond de notre point de vue exhaustivement aux arguments avancés par Moneta, l'ADAM et Avistem, pour autant qu'ils concernent la Mission relativement aux conditions financières de l'Offre.

- une comparaison entre nos recherches documentaires sur le marché du *Private Equity* (§ 3.1) et sa connaissance des spécificités de ce marché ;
- une discussion méthodologique sur la valorisation du portefeuille sous gestion des Fonds Apax, partagée périodiquement avec l'ensemble des investisseurs, dont la Société fait partie ;
- les principales étapes de l'expertise recensées en **Annexe 2** du Rapport rendent compte des conditions dans lesquelles la Mission s'est déroulée ; plus généralement, notre indépendance transparait dans la conduite de nos travaux relatés et documentés dans le Rapport ;
- les limitations à la valorisation multicritère de l'ANR par Action mentionnées dans le Rapport (§ 4.3.3.1), inhérentes au périmètre des informations dont dispose la Société par rapport aux Fonds Apax, et dont les contours ont été confirmés par la Direction, ne font pas obstacle à l'émission de l'Attestation d'Équité.

3. Litige opposant Moneta et la Société

Les courriers de Moneta, l'ADAM et Avistem renvoient à la teneur du litige opposant de longue date Moneta à la Société (§ 3.3.10). En ce qui nous concerne :

- comme indiqué dans le Rapport (§ 3.3.10), nous avons pris connaissance du rapport de Bergeras Expertises déposé auprès du Tribunal de commerce de Paris, qui rend compte de façon détaillée des travaux, analyses et conclusions de l'expert judiciaire, et l'avons exploité pour les besoins de la Mission, en particulier en ce qui concerne l'analyse de la décote d'ANR de la Société ;
- s'agissant des questions se rapportant au « rapport de la gérance » évoquées lors de la dernière Assemblée Générale, par référence à la page 59 du document de « [Présentation à l'Assemblée Générale du 26 avril 2018](#) » mentionné en **Annexe 4**, p. 74 du Rapport (« *litige en cours à propos des conventions de services (comptables) et d'assistance (notamment relations investisseurs) conclues avec Altamir Gérance et appliquée depuis 2013 alors que l'assemblée générale a émis un vote négatif lorsqu'elles ont été soumises à son approbation* ») :
 - nous avons pris connaissance de la réponse fournie par la Société dans ce document⁸ : « *concernant la contre-procédure intentée par Moneta, aucune audience de plaidoiries n'est encore fixée à ce jour* » ;
 - nous constatons que cette procédure, initiée en 2016 par Moneta devant une juridiction civile, n'est pas mentionnée dans les comptes consolidés sous-tendant l'ANR au titre des deux exercices clos le 31 décembre 2016 et le 31 décembre 2017, et rappelons que :
 - ces comptes consolidés ont été certifiés par les commissaires aux comptes ;
 - les diligences en matière d'expertise indépendante ne peuvent ni s'assimiler ni se substituer à un audit ;

⁸ Cette réponse est retranscrite dans le procès-verbal de constat d'huissier de l'Assemblée Générale du 26 avril 2018.

- nous observons à l'examen des conclusions communiquées par la Direction que, depuis que la procédure a été introduite, le montant des dommages et intérêts demandés par Moneta au bénéfice de la Société a augmenté ;
- nous comprenons que, compte tenu de la nature de ce litige, il n'est pas à exclure que le quantum des dommages et intérêts soit révisé par le demandeur ;
- en définitive :
 - comme indiqué à titre introductif (§ 1), il ne nous appartient pas d'apprécier le bien-fondé de la nature et du quantum des demandes de Moneta, dès lors que le litige n'a pas été jugé ;
 - à ce stade de la procédure qui est en cours, ces demandes ne peuvent être intégrées dans nos travaux de valorisation de l'Action.

À l'émission du Rapport, nous avons obtenu la confirmation auprès de la Direction de l'absence de litiges, en cours ou potentiels, ainsi que de recours ou réclamations concernant la Société susceptible d'en affecter l'ANR au 31 décembre 2017⁹ et à la date la plus récente.

À cet égard :

- > les comptes consolidés sous-tendant l'ANR de **21,54 €** au 31 décembre 2017 ont été certifiés par les commissaires aux comptes dans la perspective de l'Assemblée Générale du 26 avril 2018 (§ 4.1.3) ; nous relevons, à la lecture du procès-verbal de constat d'huissier de cette Assemblée Générale et des résultats du scrutin, que les résolutions relatives à l'approbation des comptes annuels et des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017, ainsi que l'affectation du résultat et la fixation du dividende de cet exercice ont été adoptées¹⁰ à une large majorité (plus de 87%) ;
- > nous nous sommes par ailleurs attachés à :
 - recalculer par nous-même l'ANR au 31 décembre 2017, en fonction :
 - de notre propre estimation de la valeur du portefeuille au 31 décembre 2017 ; et
 - des événements factuels intervenus en 2018 jusqu'à la date du Rapport, et dont le fait générateur se rattache à cette période (§ 4.3.3) ;
 - rationaliser les écarts entre les valorisations des participations du Portefeuille sous-tendant l'ANR issu des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017 et les résultats de nos travaux d'évaluation de l'ANR à la date du Rapport, fin avril 2018, *a fortiori* pour celles du « Top 13 ».

⁹ Souligné par nous ; nous apportons dans l'Addendum cette précision, qui ne figurait pas explicitement dans le Rapport.

¹⁰ Plus généralement, l'ensemble des résolutions soumises au vote des actionnaires de la Société ont été adoptées.

4. Valorisation du Portefeuille

L'approche d'évaluation patrimoniale par l'ANR intègre l'estimation de la valeur du Portefeuille au regard des conditions de marché connues à la date à laquelle il est établi, qui ne peuvent présager des circonstances¹¹ dans lesquelles les participations pourront être effectivement cédées dans le futur.

Dans l'approche d'évaluation alternative par les flux, le *Business Plan* sous-tendant la valorisation en DCF (§ 4.3.2) intègre les projections de prix de sortie des participations anticipées par la Direction, qui par définition ne pourront être vérifiées qu'*ex-post* dans des conditions de marché et de négociation non connues à ce jour.

Nous rappelons que le recours au DCF, tout en en considérant les limites, offre un moyen de recoupement par rapport à l'évaluation patrimoniale reflétée par l'ANR, ajustée des frais de structure (§ 4.3.2) ; l'axe d'analyse du DCF diffère en effet de celui de l'ANR :

- le DCF permet d'apprécier la valeur d'une société dans une perspective de continuité d'exploitation, en ce inclus les frais de fonctionnement et de gestion de son portefeuille d'actifs ;
- l'ANR s'assimile à une valeur de remplacement à un instant « t » de ces mêmes actifs et de la structure de financement.

4.1. Valorisation intrinsèque

Dans le cadre d'une analyse critique des hypothèses du *Business Plan* en relation avec la Direction, nous avons :

- croisé les prévisions du *Business Plan* avec la stratégie d'investissement et de désinvestissement de la Société à court et moyen termes, dont les principaux *drivers* sont publics¹² ; l'annonce récente de la prise de participation d'Altamir au travers d'Apax France IX dans Expereo s'inscrit dans les trajectoires d'investissement qui nous ont été présentées par la Direction¹³ ;
- obtenu de la Direction l'assurance que les prévisions à moyen terme sur la période 2018-2023 du *Business Plan* intègrent l'ensemble des informations connues à ce jour, et rendent compte de la vision la plus actuelle des perspectives d'activité, de rentabilité, et de génération de trésorerie de la Société, au travers du Portefeuille, qui constitue l'essentiel de son actif ;
- recoupé les multiples de sortie prévus dans le *Business Plan* et les performances historiques¹⁴ de la Société ;
- au-delà des affirmations de la Direction, vérifié que le *Business Plan* a été, d'une part, remis aux Financeurs et, d'autre part, présenté au Conseil de Surveillance (§ 4.3.2).

¹¹ Fluctuations du marché, jeu de l'offre et de la demande, contexte de la négociation,...

¹² Volume de cessions d'au moins 150 M€ en 2018 (dont une part significative de monétisation d'opérations se rapportant à l'exercice clos le 31 décembre 2017) et objectif d'atteindre à terme une valeur de Portefeuille d'un milliard d'euros (§ 3.2.1).

¹³ « [Altamir va investir via le fonds Apax France IX dans la société néerlandaise Expereo, fournisseur mondial de solutions de connectivité](#) », 28 mai 2018.

¹⁴ Cf. [2017 Results](#), p. 42 et [Présentation à l'Assemblée Générale du 26 avril 2018](#), p. 38.

Le taux d'actualisation central de 10,4% intègre une prime de 2%¹⁵ au titre du risque d'exécution du *Business Plan* que nous avons apprécié dans le contexte compétitif mentionné dans la matrice SWOT (§ 3.4 et 4.3.2.1).

Notre analyse de la sensibilité de la valeur de l'Action à une variation de plus ou moins 1% du taux d'actualisation central (10,4%), nous paraît fondée au regard de notre analyse stratégique et des hypothèses du *Business Plan* ; elle conduit à une fourchette de valeurs de **16,26 €** à **19,07 €**, passant par la valeur centrale de **17,55 €** (§ 4.3.2.4) ; le Prix d'Offre de 17,36 € avant détachement du Coupon 2017 extériorise ainsi :

- par rapport à la valeur centrale une décote de **(1,1%)** ;
- par rapport aux deux valeurs extrêmes une prime de **6,8%** et une décote de **(9,0%)**.

4.2. Valorisation du Portefeuille

Pour la valorisation multicritère de l'ANR par Action, menée parallèlement à notre analyse de l'ANR issu des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017, nous avons mobilisé l'ensemble des méthodes d'évaluation envisageables, compte tenu des seuils et du mode de détention de la Société, pour chacune des participations du Portefeuille au-dessus d'un seuil de 10 M€, en ajoutant lorsque cela était possible d'autres méthodes d'évaluation à celles utilisées en interne, méthodologie interne que nous avons détaillée à plusieurs reprises dans le Rapport (§ 3.2.2, § 4.3.3.2) :

- *Legacy Portfolio* (portefeuille géré en direct) : la Société valorise ces participations selon des méthodes usuelles pour évaluer des participations minoritaires :
 - au cours de clôture pour les sociétés cotées ;
 - par une évaluation analogique se référant à des multiples boursiers ; et
 - « *at cost* » i.e. en capitaux investis pour les investissements réalisés au cours des 12 derniers mois ;
- co-investissements et investissements réalisés au travers des Fonds Apax : les informations sont recueillies auprès d'Apax Partners SAS et d'Apax Partners LLP, suivant la méthodologie appliquée par les sociétés de gestion des Fonds Apax :
 - la Société se conforme aux valorisations pratiquées par les sociétés de gestion des fonds pour l'ensemble des sociétés du Portefeuille, détenues en direct ou par l'intermédiaire des Fonds Apax ;
 - le processus de valorisation est encadré par la gouvernance des fonds (commissaires aux comptes et en dernier ressort comités consultatifs) puis de la Société (direction d'Altamir Gérance, commissaires aux comptes, Comité d'Audit, Conseil de Surveillance) ; l'éventualité qu'Altamir ne retienne pas les valorisations des fonds, à notre connaissance, n'est que théorique (§ 3.2.2).

¹⁵ Nous notons que la prise en compte du risque inhérent à la réalisation du plan d'affaires au travers du taux d'actualisation par une prime de risque spécifique relève d'une pratique des évaluateurs ; à titre indicatif, dans l'offre publique mixte initiée en 2017 par Tikehau sur les titres Salvepar (§ 4.2.2), l'expert indépendant en a également tenu compte pour la réévaluation d'une participation de Tikehau, en lien avec son analyse SWOT.

Nous détaillons, en ce qui nous concerne, nos critères d'évaluation dans le Rapport. Notre couverture, en termes d'évaluation multicritère, s'étend à près de **90%** de la valeur du Portefeuille au 31 décembre 2017, ajusté des événements subséquents ; les participations non cotées en-deçà du seuil susmentionné de 10 M€, représentant 10% du Portefeuille, ont fait l'objet de diligences¹⁶ que nous considérons comme adaptées aux circonstances (§ 4.3.3.2).

Au titre de l'exigence de confidentialité de nos travaux à l'égard des tiers jusqu'au Dépôt, nous n'avons pas eu accès au *management* ni aux plans d'affaires des sociétés du Portefeuille (§ 4.3.3.1). Nous avons par ailleurs pris acte des raisons pour lesquelles cette démarche n'est en tout état de cause pas envisageable pour les participations minoritaires caractérisant l'ensemble du Portefeuille, qu'elles se rattachent au *Legacy Portfolio* ou aux co-investissements et investissements réalisés au travers des Fonds Apax ; ces motifs ont été confirmés par l'Initiateur à l'AMF. Sur les 49 participations du Portefeuille¹⁷ :

- 43 participations sont détenues par Altamir au travers des Fonds Apax ;
- 6 participations sont détenues par Altamir en direct :
 - les sociétés Albioma et Altran étant cotées, les informations les concernant sont connues du marché ;
 - la participation d'Altamir dans GFI a été valorisée sur une base transactionnelle¹⁸ (§ 3.3.6.1 et § 4.4.3.2) ; il en est de même de Groupe Royer, dont le poids dans le Portefeuille est peu significatif (§ 3.3.2.2) ;
 - la Société ne dispose pas de plans d'affaires récents des sociétés Alain Afflelou et Thom Europe, au conseil d'administration desquelles M. Maurice Tchenio siège en tant que représentant d'Amboise Partners SA, conseil en investissement d'Altamir.

Nous nous sommes toutefois attachés à élargir autant que possible les critères d'évaluation des participations au sein du Portefeuille ; en particulier :

- bien que cette méthode soit peu usuelle à ces niveaux de détention du capital, nous avons notamment, pour Altran, Albioma et Amplitude Surgical¹⁹, sociétés cotées du « Top 13 » (§ 3.3.2.1), mis en œuvre une valorisation intrinsèque en DCF sur la base d'un consensus d'analystes en charge du suivi des titres de ces participations (§ 4.3.3.2) ;
- les sociétés Alain Afflelou et Thom Europe ont été valorisées selon le double critère des multiples boursiers et transactionnels (§ 4.3.3.2).

L'**Annexe 1** de l'Addendum recense l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons mobilisés pour la valorisation des participations sélectionnées au-dessus du seuil de 10 M€, étant rappelé que ces participations, qui incluent le Top 13, représentent ensemble environ 90% du Portefeuille :

¹⁶ Recoupement avec les valorisations issues du *reporting* des Fonds Apax et la documentation associée, d'une part, revue des rapports des commissaires aux comptes certifiant sans réserve les états financiers, présentés en juste valeur, des FPCI porteurs de ces participations, d'autre part.

¹⁷ Source : [DDR 2017](#), pp. 22-23.

¹⁸ Mannai Corporation, Apax Partners et Boussard Gavaudan ont confirmé le second volet de la transaction en 2018. « [Mannai Corporation acquiert environ 15% de Gfi Informatique auprès d'Apax Partners, Altamir et Boussard & Gavaudan](#) », 12 juin 2018.

¹⁹ Société investie via les Fonds Apax.

- les ajustements que nous avons pratiqués sur les multiples des comparables boursiers²⁰ s'expliquent par l'utilisation, dans nos travaux de valorisation des lignes de participation non cotées, d'échantillons de sociétés comparables cotées et de taille plus importante que celle des sociétés que nous avons ainsi évaluées ;
- nous précisons en outre que la valorisation analogique de l'essentiel des lignes de participation non cotées combine à la fois :
 - des multiples boursiers ajustés pour les raisons indiquées ci-dessus ; et
 - des multiples transactionnels en dehors de tout ajustement ;
- pour mémoire, les autres participations en deçà du seuil de 10 M€ sont essentiellement investies au travers d'Apax Partners LLP qui n'apporte en principe aucun ajustement au titre de différences de taille/d'illiquidité, aux valorisations obtenues par des multiples de comparables (boursiers et transactionnels), dans la mesure où les investissements d'Apax Partners LLP, comparativement à ceux d'Apax Partners SAS, concernent des sociétés de taille plus importante (§ 3.2.2) ;
- nous avons parallèlement mentionné pour le Top 13 et Nowo Oni les méthodes employées par l'Établissement Présentateur qui se réfère à ces 14 sociétés.

L'Annexe 2 de l'Addendum présente, pour Altamir et les comparables boursiers du Panel, les décotes d'ANR constatées sur le marché (§ 4.3.1.4.ii) et les méthodes de valorisation des lignes de participation, justifiant la coexistence, en raison de leur différence de nature :

- des ajustements des multiples boursiers utilisés pour la valorisation de certaines lignes de participation au titre des différentiels de taille/d'illiquidité avec les entités réputées comparables ;
- des décotes d'ANR observées au niveau d'une société *holding*, que nous avons explicitées²¹ dans le Rapport (§ 4.3.1.3) et dont les facteurs explicatifs sont étudiés dans la littérature académique et professionnelle²².

Le principe de juste valeur, auquel se réfèrent les sociétés de gestion des Fonds Apax et Altamir (§ 3.2.2) reconnaît *de facto* la compatibilité de ces deux composantes de la valorisation du titre d'une société de *Private Equity*²³.

²⁰ Ajustement au cas par cas des multiples de 10% à 20% en fonction du profil des participations valorisées par référence aux comparables boursiers (porté à 25% dans le cas particulier de Nowo Oni).

²¹ Degré d'exposition à une gestion indirecte, risque d'illiquidité, degrés de synergies entre les catégories d'actifs détenus, frais engagés pour la gestion active des participations.

²² À titre d'exemple : SFEV (2008). Groupe de travail « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », pp. 34-35.

²³ Source : [DDR 2017](#), p. 68 : « Pour les participations non cotées détenus depuis plus d'un an : Les valorisations sont généralement basées sur un échantillon de multiples comparables (sociétés cotées et transactions récentes). Apax Partners France peut appliquer un ajustement(*) à la baisse allant jusqu'à 30%. Apax Partners LLP n'apporte en principe aucun ajustement car leurs investissements sont dans sociétés de tailles plus importantes ». (*) Cet ajustement à la baisse correspond à un ajustement de liquidité allant de 0% à 30% en se basant sur la qualité de la performance, la position d'Apax Partners/Altamir dans le capital (minoritaire vs majoritaire, droits de sortie, etc.), le niveau d'activité des fusions/acquisitions dans le secteur, l'influence et le poids du management lors de la sortie et la liquidité des comparables ».

Nous considérons que les ajustements de taille/d'illiquidité que nous avons appliqués sur les multiples boursiers, au cas par cas, pour la valorisation de la plupart des lignes de participation non cotées du Portefeuille, sont justifiés tant dans leur principe que dans leur quantum.

Au terme de nos travaux de valorisation du Portefeuille, et à la date du Rapport, nous situons la valeur de l'ANR par Action dans une fourchette de 20,25 € à 23,56 € passant par la valeur médiane de 21,91 € (§ 4.3.3.3).

Pour mémoire, postérieurement au Dépôt, la Société a respectivement annoncé le 7 mai 2018 et publié²⁴ le 15 mai 2018, un ANR de 21,21 € au 31 mars 2018, étant précisé que trimestriellement, seules les sociétés cotées du Portefeuille sont réévaluées²⁵ en fonction de leur cours de bourse ; l'ANR au 31 mars 2018 a donc une valeur indicative.

5. Accords connexes

5.1. Dispositif de financement envisagé au stade du Dépôt

Les actionnaires ayant pris l'engagement de ne pas apporter leurs titres à l'Offre et de ne pas les céder dans les 6 mois suivant l'Offre, représentant 11,4% du capital et des droits de vote de la Société (§ 2.5.2), forment un cercle plus large que ceux ayant souscrit aux engagements de reprise d'actions ; dans la présentation du Rapport, ces deux types d'engagements ont du reste été différenciés (§ 2.5.2 et § 2.5.3 ; § 7.2 et § 7.3).

Le contenu des promesses d'achat d'actions de la société Altamir a été publié le 22 mai 2018 sous le Document AMF [218C0898](#) :

- leur description est conforme aux dispositions relatées dans le Rapport (§ 2.5.3 et § 7.3) ;
- l'identité des promettants ne nous a pas conduit pas à remettre en question le constat que nous avons formulé dans le Rapport selon lequel la promesse exerçable par l'Initiateur auprès des promettants est stipulée au Prix d'Offre²⁶, et dès lors n'appelait pas de commentaire de notre part ; nous précisons que nous n'avons recensé, dans les intentions de l'Initiateur figurant dans le projet de note d'information d'Amboise incluse dans le Dépôt, aucune contrepartie qui aurait été accordée aux promettants au titre de leurs engagements de non apport à l'Offre et/ou de souscription aux promesses d'achat.

²⁴ « [L'ANR par action d'Altamir est de €21,21 au 31 mars 2018](#) », 15 mai 2018.

²⁵ Les sociétés non cotées du Portefeuille ne sont réévaluées qu'au 30 juin et au 31 décembre.

²⁶ Souligné par nous.

Notre appréciation de l'équité du Prix d'Offre en tant que tel, et au regard des Accords Connexes, ne peut se référer qu'à la structuration de l'Offre telle qu'elle nous a été présentée et de son financement²⁷, ainsi qu'aux intentions de l'Initiateur déclarés dans le projet de note d'information d'Amboise incluse dans le Dépôt ; *a contrario* les intentions des actionnaires ayant souscrit des engagements de non-apport d'Actions à l'Offre et/ou de reprise d'Actions auprès de l'Initiateur à l'issue de la clôture de l'Offre, pas plus que l'opportunité et l'enjeu de l'Offre pour l'Initiateur, ne peuvent relever de nos commentaires et *in fine* de notre opinion.

En conséquence, contrairement aux arguments développés par l'ADAM dans un courrier à l'AMF dont les termes ont été diffusés à la presse, Ledouble n'a pas « ignoré les effets négatifs [selon l'ADAM] des accords connexes sur les intérêts et les droits des minoritaires ».

5.2. Dispositif de financement postérieur au Dépôt

Nous prenons acte de la résiliation pure et simple des promesses d'achat dont il nous a été récemment fait part dans la structuration de l'Offre et de son financement.

6. Liquidité future de l'Action

Indépendamment du taux d'apport par les actionnaires de leurs titres à l'Offre, les effets de l'Offre sur la liquidité de l'Action et sur la décote d'ANR ne sont à ce stade pas mesurables ; en particulier :

- comme indiqué dans le Rapport et affirmé par l'Initiateur, le dispositif de promesses d'achat d'actions Altamir susmentionné dans le financement envisagé au stade du Dépôt visait la reconstitution d'un flottant d'au moins 35% à l'issue de l'Offre, en ce compris le cas échéant l'Offre ré-ouverte (§ 2.2, § 2.5.3, § 7.3) ; au-delà de ce dispositif, et du constat de l'alignement des promesses d'achat d'actions de la Société sur le Prix d'Offre rappelé au paragraphe précédent de l'Addendum, il ne nous appartenait pas, dans le schéma initial de financement, de préjuger de la façon dont les promettants, au sein du flottant, auraient administré leurs actions à l'issue de l'Offre ;
- la décision individuelle des actionnaires d'apporter ou non, en tout ou partie, leurs titres à l'Offre ne peut, par définition, être retenue dans les éléments concourant à notre appréciation de l'équité du Prix d'Offre.

²⁷ En référence à l'Annexe 4 du Rapport recensant les principales sources documentaires que nous avons exploitées, nous rappelons que :

- nous nous sommes renseignés sur le dispositif de financement de l'Offre, l'avons décrit dans le Rapport (§ 2.4), en lien avec les engagements, d'une part, des actionnaires promettants au titre de la reprise d'Actions à l'issue de la clôture de l'Offre (§ 2.5.3) et, d'autre part, de M. Maurice Tchenio dans le cadre du financement de l'Offre (§ 2.5.4) ;
- nous avons quantifié le reclassement potentiel d'Actions par l'Initiateur auprès du public, au-delà de l'enveloppe représentée par la promesse d'achat exerçable par l'Initiateur auprès des actionnaires promettants, dans l'hypothèse de l'apport à l'Offre de la totalité des Actions visées par l'Offre (§ 2.5.3 et § 7.3) ; ce chiffrage est par ailleurs mentionné dans le projet de note d'information de l'Initiateur, au paragraphe 2.1.2 ;
- les modalités de financement de l'Offre sont par ailleurs décrites dans le projet de note d'information de l'Initiateur, au paragraphe 3.14.2 ;
- nous disposons des comptes d'Amboise (2016 et 2017) que nous avons mis en regard de l'endettement à souscrire par l'Initiateur du fait de l'Offre et de ses modalités de financement (§ 2.4).

7. Conclusion

Nous confirmons le contenu de l'Attestation d'équité en conclusion du Rapport :

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action d'Altamir, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 17,36 € avant détachement du Coupon 2017 et de 16,71 € après détachement du Coupon 2017 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 4 juillet 2018

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

Annexe 1 : Méthodologie d'évaluation

Méthodologie d'évaluation		
Société	CA-CIB	Ledouble
Legacy Portfolio		
Alain Afflelou	Multiples boursiers et multiples de transactions dans le secteur de l'optique	Multiples boursiers ajustés (20%) dans le secteur de l'optique et multiples transactionnels.
Albioma	Références de marché	Valorisation au travers du prix de placement privé et valorisation des actions résiduelles par les objectifs de cours, les cours de bourse et le consensus brokers (DCF).
Altran	Références de marché	Après prise en compte de la récente augmentation de capital et de la souscription d'Altamir à l'opération, valorisation via les objectifs de cours, les cours de bourse et le consensus brokers (DCF).
GFI	Valorisation en ligne avec les accords conclus avec Mannai	Valorisation en ligne avec les accords conclus avec Mannai.
THOM Europe	Multiples boursiers et multiples de transactions dans les secteurs de la distribution non-alimentaire et de la joaillerie	Multiples boursiers ajustés (10%) dans les secteurs de la distribution non-alimentaire et de la joaillerie associés à des multiples transactionnels dans la joaillerie
Autres Top 13 + Nowo Oni		
Amplitude Surgical	Références de marché	Objectifs de cours associés aux cours de bourse et au consensus brokers (DCF).
Ciprés	Prix d'acquisition (acquisition dans les 12 mois précédents)	Prix d'acquisition (acquisition au cours des 12 derniers mois).
Europe Snacks	Multiples boursiers et multiples de transaction dans le secteur du snack	Multiples boursiers ajustés (20%) et multiples transactionnels dans le secteur du snack.
InfoVista	Multiples boursiers et multiples de transactions dans le secteur de la fourniture de logiciels et de services dans le domaine de l'informatique et des télécoms	Multiples boursiers ajustés (10%) et multiples transactionnels dans le secteur de la fourniture de logiciels et de services dans le domaine de l'informatique et des télécoms.
INSEEC	Multiples de transactions dans le secteur de l'éducation	Multiples transactionnels dans le secteur de l'éducation.
Marlink	Multiples boursiers dans le secteur des communications par satellites	Multiples boursiers ajustés (20%) et multiples transactionnels dans le secteur des communications par satellites.
Melita	Multiples boursiers et multiples de transactions dans le secteur des cablo-opérateurs	Multiples boursiers ajustés (10%) et multiples transactionnels dans le secteur des cablo-opérateurs.
Nowo Oni	Valorisation prenant en compte les conditions du marché de la société (décote de 50% par rapport à la valeur d'acquisition)	Multiples boursiers ajustés (25% tenant compte également de la détérioration des relations avec le principal partenaire) et multiples transactionnels dans le secteur des télécommunications.
SK FireSafety Group	Multiples de transactions dans le secteur de la sécurité	Multiples transactionnels dans le secteur de la sécurité.
Autres sociétés cotées		
EVRY		Cours de bourse et objectifs de brokers.
Guotai Junan Securities		Cours de bourse et objectifs de brokers.
Shriram City Union		Cours de bourse et objectifs de brokers.
Manappuram Finance Ltd		Cours de bourse et objectifs de brokers.
Zensar Technologies		Cours de bourse et objectifs de brokers.
Huarong		Cours de bourse et objectifs de brokers.
Autres sociétés non cotées		
Sandaya		Multiples boursiers ajustés (10%) et multiples transactionnels dans le marché de l'hôtellerie et du tourisme.
Vocalcom		Multiples boursiers ajustés (15%) et multiples transactionnels dans le secteur des logiciels et cloud dans le CRM.
Unilabs		Multiples boursiers ajustés (10%) et multiples transactionnels dans le marché du diagnostic et de l'analyse médicale.

Annexe 2 : Décote dans l'évaluation des participations d'Altamir et des comparables

Sociétés

Prise en compte de décote dans le cadre de l'évaluation de participations non cotées



Décote d'ANR au 30
avril 2018:

Spot :	Moyenne 1
-35,3%	mois :
	-36,7%

Document de référence 2017 (page 68) :

« Pour les participations non cotées détenues depuis plus d'un an :

Les valorisations sont généralement basées sur un échantillon de multiples comparables (sociétés cotées et transactions récentes). **Apax Partners France peut appliquer un ajustement* à la baisse allant jusqu'à 30 %.**

Apax Partners LLP n'apporte en principe aucun ajustement car leurs investissements sont dans des sociétés de tailles plus importantes. »



Décote d'ANR au 30
avril 2018:

Spot :	Moyenne 1
-29,4%	mois :
	-31,2%

Document de référence 2017 (page 66) :

« The Company primarily invests in portfolio companies via the Funds. The Funds are unquoted equity securities that primarily invest in unquoted securities. The Company's investments in unquoted equity securities are recognised in the consolidated balance sheet at fair value, in accordance with IPEV Valuation Guidelines and IFRS 13 and are considered Level III investments.

The valuation of unquoted fund investments is generally based on the latest available net asset value ("NAV") of the Fund as reported by the corresponding General Partner or administrator, provided that the NAV has been appropriately determined using fair value principles in accordance with IFRS 13.

The NAV of a Fund is calculated after determining the fair value of a Fund's investment in any portfolio company. This value is generally obtained by calculating the Enterprise Value ("EV") of the portfolio company and then adding excess cash and deducting financial instruments, such as external debt, ranking ahead of the fund's highest ranking instrument in the portfolio company.

A common method of determining the EV is to apply a market-based multiple (e.g. an average multiple based on a selection of comparable quoted companies) to the 'maintainable' earnings or revenues of the portfolio company. This market-based approach presumes that the comparative companies are correctly valued by the market. A discount is sometimes applied to market-based multiples to adjust for points of difference between the comparatives and the company being valued. »

Annexe 2 : Décote dans l'évaluation des participations d'Altamir et des comparables (suite)

Sociétés

Prise en compte de décote dans le cadre de l'évaluation de participations non cotées

Dunedin

Décote d'ANR au 30
avril 2018:

Spot :	Moyenne 1
-24,4%	mois :
	-23,7%

Document de référence 2017 (page 49) :

« Fair value of investments

Listed investments are valued at bid price unless this is not considered to be an accurate representation of fair value. Unquoted investments are fair valued by the Directors in accordance with the following rules, which are consistent with the International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines:

Investments are only valued at cost for a limited period after the date of acquisition, otherwise investments are valued on one of the other bases detailed below. Generally, the earnings multiple basis of valuation will be used.

- When valuing on an earnings basis, the maintainable earnings of a company are multiplied by an appropriate multiple.
 - An investment may be valued by reference to the value of its net assets. This is appropriate for businesses whose value derives mainly from the underlying value of its assets rather than its earnings.
 - When investments have obtained an exit (either by listing or trade sale) after the valuation date but before finalisation of the relevant accounts (interim or final), the valuation is based on the exit valuation.
 - Accrued interest on loans to portfolio companies is included in valuations where there is an expectation that the interest will be received.
 - The fair value of the Company's investment in Dunedin Fund of Funds LP is deemed to be the net assets as it is the Directors' opinion that the net assets is derived from the fair value of the underlying investments as at the measurement date.»
-

Annexe 2 : Décote dans l'évaluation des participations d'Altamir et des comparables (suite)

Sociétés

Prise en compte de décote dans le cadre de l'évaluation de participations non cotées



Décote d'ANR au 30
avril 2018:

Spot :	Moyenne 1
-18,7%	mois :
	-19,9%

Document de référence 2017 (page 96) :

« In accordance with the authoritative guidance on fair value measurements and disclosures under generally accepted accounting principles in the United States, the Company discloses the fair value of its investments in a hierarchy that prioritises the inputs to valuation techniques used to measure the fair value. The hierarchy gives the highest priority to unadjusted quoted prices in active markets for identical assets or liabilities (Level 1 measurements) and the lowest priority to unobservable inputs (Level 3 measurements). The guidance establishes three levels of the fair value hierarchy as follows:

Level 1 – Inputs that reflect unadjusted quoted prices in active markets for identical assets or liabilities that the Company has the ability to access at the measurement date;

Level 2 – Inputs other than quoted prices that are observable for the asset or liability either directly or indirectly, including inputs in markets that are not considered to be active;

Level 3 – Inputs that are unobservable. Generally, the majority of the Company's investments are valued utilising unobservable inputs, and are therefore classified within Level 3.

Level 3 partnership investments include limited partnership interests in other investment partnerships.

For investments in limited partnerships and other pooled investment vehicles, the Company encourages all managers to apply fair value principles in their financial reports that are consistent with US generally accepted accounting principles. Inputs used to determine fair value include financial statements provided by the investment partnerships which typically include fair market value capital account balances. In reviewing the underlying financial statements and capital account balances, the Company considers compliance with authoritative guidance on fair value measurements, the currency in which the investment is denominated, and other information deemed appropriate. If the Company shall in good faith determine that a manager is not reporting fair value consistent with US generally accepted accounting principles, the Company shall use best efforts to undertake its own valuation analysis using fair market value principles and adjust such value so it is in accordance with the authoritative guidance. Income derived from investments in partnerships is recorded using the equity pick-up method.

Because of the inherent uncertainty of these valuations, the estimated fair value may differ significantly from the value that would have been used had a ready market for this security existed, and the difference could be material.»

Annexe 2 : Décote dans l'évaluation des participations d'Altamir et des comparables (suite)

Sociétés

Prise en compte de décote dans le cadre de l'évaluation de participations non cotées

idi

Décote d'ANR au 30
avril 2018:

Spot :	Moyenne 1
-19,3%	mois :
	-16,5%

Document de référence 2017 (page 14) :

« Dans les 12 mois suivant l'acquisition, la valeur retenue correspond au prix d'achat sauf évènement significatif portant notamment sur la structure d'acquisition ;

Après 12 mois de détention, la méthode « multicritères » (comparables cotés, transactions comparables, multiple d'entrée, opérations significatives sur le capital) est appliquée. **IDI applique, en tant que de besoin, une décote d'illiquidité liée à la plus ou moins grande liquidité de la participation détenue.** »

HgCapital }

Décote d'ANR au 30
avril 2018:

Spot :	Moyenne 1
1,5%	mois :
	-4,7%

Document de référence 2017 (page 89) :

« Investments whose values are based on quoted market prices in active markets, and therefore classified within level 1, include government securities and actively traded listed equities. The Company does not adjust the quoted bid price of these investments.

Financial instruments that trade in markets that are not considered to be active, but are valued based on quoted market prices, dealer quotations or alternative pricing sources supported by observable inputs, are classified within level 2. As level 2 investments include positions that are not traded in active markets and/or are subject to transfer restrictions, **valuations may be adjusted to reflect illiquidity and/or non-transferability, which are generally based on available market information.**

Investments classified within level 3 have significant unobservable inputs. Level 3 instruments include private equity and corporate debt securities. As observable prices are not available for these securities, the Board has used valuation techniques to derive the fair value. In respect of unquoted instruments, or where the market for a financial instrument is not active, fair value is established by using recognised valuation methodologies, in accordance with IPEV Valuation Guidelines. Fair value is the amount for which an asset could be exchanged between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction. »

Annexe 2 : Décote dans l'évaluation des participations d'Altamir et des comparables (suite)

Sociétés

Prise en compte de décote dans le cadre de l'évaluation de participations non cotées

PIP | PANTHEON
INTERNATIONAL
PLC

Décote d'ANR au 30
avril 2018 :

Spot :	Moyenne 1
-13,6%	mois :
	-15,3%

Document de référence 2017 (page 94) :

« predominantly unlisted fund investments, while the Company operates a robust and consistent valuation process, there is significant estimation uncertainty in the underlying fund valuations, as these are comprised of individual unlisted company valuations estimated at a point in time.

Accordingly, while the Company considers circumstances where it might be appropriate to apply an override, for instance in response to a market crash, this will be exercised only where it is judged necessary to show a true and fair view. Similarly, while relevant information received after the measurement date is considered, the Directors will only consider an adjustment to the financial statements if it were to have a significant impact. In the view of the Directors a significant impact would be a movement of greater than 5% of the overall estimate of the value of the investment portfolio made at the measurement date.

The Company has fully adopted sections 11 and 12 of FRS 102. All investments held by the Company are classified as "fair value through profit or loss". As the Company's business is investing in financial assets with a view to profiting from their total return in the form of interest, dividends or increases in fair value, investments are recognised at fair value on initial recognition. The Company manages and evaluates the performance of these investments on a fair value basis in accordance with its investment strategy. For investments actively traded in organised financial markets, fair value is generally determined by reference to Stock Exchange quoted market bid prices at the close of business at the Balance Sheet date. For investments that are not actively traded in organised financial markets, fair value is determined using reliable valuation techniques as described below:

(i) Unquoted fixed asset investments are stated at the estimated fair value.

In the case of investments in private equity funds, this is based on the net asset value of those funds ascertained from periodic valuations provided by the managers of the funds and recorded up to the measurement date. Such valuations are necessarily dependent upon the reasonableness of the valuations by the fund managers of the underlying investments. In the absence of contrary information the values are assumed to be reliable. These valuations are reviewed periodically for reasonableness and recorded up to the measurement date. If a class of assets were sold post year end, management would consider the effect, if any, on the investment portfolio...»