

Société ALTAMIR
1, rue Paul Cézanne 75008 Paris

NOTE D'EXPERT
dans un litige avec :

Société MONETA Asset Management, société anonyme, ayant son siège social sis
17 rue de la Paix, 75002 Paris.

A Monsieur Maurice TCHENIO
Président de la Gérance

Monsieur le Président,

La société MONETA Asset Management, actionnaire de votre société à hauteur de 9,97% du capital, a mis sur son site internet¹ en prévision de l'Assemblée générale d'Altamir devant se tenir le 23 avril 2015, une note intitulée « *Note sur les frais de gestion d'Altamir* » datée du 17 avril dernier.

En substance, l'objet de cette note est :

- ⇒ de mettre en exergue le constat que les frais de gestion prélevés par la société Altamir sont élevés et qu'ils ont connu une augmentation significative depuis 2009,
- ⇒ de démontrer par comparaison que ces frais de gestion sont de 30% plus importants que ceux pratiqués par trois sociétés du secteur,
- ⇒ de fustiger la performance d'Altamir jugée inférieure de 32% à la moyenne des trois sociétés constituant l'échantillon, qui aurait à la rigueur justifié le niveau élevé de ces frais de gestion.

Vous avez bien voulu me demander de prendre connaissance des constatations et conclusions développées dans cette note et de vous faire part de mon appréciation du bien-fondé de ces allégations.

La présente intervention est soumise aux règles déontologiques propres à l'expert-comptable de justice, dans le cadre d'une mission privée à l'occasion d'une instance civile (texte arrêté par le bureau du Conseil National de la CNECJ, le 5 septembre 2002).

En tant que de besoin, je vous confirme que je ne suis, à ma connaissance, jamais intervenu, directement ou indirectement, pour le compte ou dans l'intérêt des sociétés ALTAMIR ou MONETA.

¹ <http://www.moneta.fr/notre-actualite/altamir/index.php>

Je vous prie de bien vouloir trouver ci-après, le résultat de mes travaux, organisés selon le plan suivant :

Chapitre 1	Rappel sommaire des faits
Chapitre 2	Observations générales sur les méthodes utilisées par Moneta
Chapitre 3	Altamir est une des sociétés les plus efficaces en matière de coûts
Chapitre 4	Altamir surperforme dans toutes les analyses comparatives
Conclusion	

Chapitre 1 – Rappel sommaire des faits

La société Altamir, société en commandite par actions, a été créée et cotée à la bourse de Paris en 1995. La gérance d'Altamir est assurée par Altamir Gérance, société anonyme de droit français.

L'objectif poursuivi par Altamir est de permettre à des investisseurs d'avoir accès, via la bourse, à la classe d'actif du « private equity » et, plus particulièrement, aux investissements d'Apax Partners, tout en s'affranchissant des contraintes propres à ce type d'actifs (tickets d'entrée élevés, formalités administratives, illiquidité).

C'est dans ce contexte qu'Altamir investit uniquement avec Apax Partners selon trois modalités :

- Dans les fonds gérés par Apax Partners France ;
- Dans les fonds gérés par Apax Partners LLP ;
- Et occasionnellement, en co-investissement direct aux côtés des fonds gérés par Apax Partners France et Apax Partners LLP.

Moneta Asset Management (dénommée ci-après « Moneta ») est une société de gestion d'OPCVM et, plus particulièrement, d'OPCVM actions. Elle est actionnaire d'Altamir à hauteur de 9,97% de son capital social.

Moneta gère actuellement quatre fonds² composés principalement d'actions cotées.

C'est à ce titre qu'Altamir fait partie :

- d'une part, des 90 valeurs composant le portefeuille du fonds « Moneta Micro Entreprises » et représente 3,2% de l'encours total de ce fonds à fin juin 2015 qui s'élève à 265 millions d'euros³ ;

- et d'une part, des 85 valeurs composant le portefeuille du fonds « Moneta Multi Caps » et représente sans doute moins de 2% de l'encours total de ce fonds à fin juin 2015 qui s'élève à 2.274 millions d'euros (2,63% de l'encours au 28 septembre 2012, derniers comptes annuels publiés sur le site de l'AMF)⁴.

² Annexe n°1

³ Annexe n°2

⁴ Annexe n°3

Moneta diffuse sur son site internet, dans une section dédiée exclusivement à Altamir, un ensemble de notes et commentaires l'intéressant émis par des tiers ainsi que par Moneta elle-même⁵.

Parmi les documents mis à la disposition du public sur ce site, figure une note en date du 17 avril 2015 dans laquelle Moneta allègue des griefs contre Altamir à propos de ses frais de gestion et de sa performance.

C'est sur la base de cette note que vous m'avez demandé d'examiner son contenu pour vous faire part de mes observations et commentaires.

Pour mener à bien cette mission, vous avez mis à ma disposition une documentation comprenant, essentiellement :

- ✓ les statuts de votre société,
- ✓ les états financiers au titre de l'exercice 2014 de votre société,
- ✓ les procès-verbaux retraçant les délibérations des assemblées générales,
- ✓ tous autres documents dont j'ai sollicité la communication au cours de mon expertise et cités dans le présent rapport.

* *

*

⁵ Annexe n°4

Chapitre 2 Observations générales sur les méthodes utilisées par Moneta

La note de Moneta du 17 avril 2015 dresse, en particulier, les constats suivants :

- Un niveau élevé des frais de gestion pratiqués par Altamir en comparaison avec un échantillon de trois sociétés estimées par Moneta comme lui étant comparables.
- Un niveau de performance d'Altamir bien moindre que celui de ces trois sociétés comparables.

Ces constats ont été développés à la faveur d'une démonstration comparative des données financières de chacune de ces sociétés.

Les constatations faites dans le cadre de ma mission autorisent à présenter un certain nombre d'observations à ce titre.

1°/ Interrogations sur le choix des sociétés comparables

Moneta expose tout au long de sa démonstration, tant au niveau des frais de gestion que de la performance, une comparaison d'Altamir par rapport aux trois sociétés suivantes :

- HG Capital ;
- Dunedin ;
- Et Oakley.

Au motif que :

Ces trois sociétés de 'Private Equity' ont pour caractéristique (comme Altamir) d'investir à titre principal dans des fonds d'un gérant externe unique (Apax dans le cas d'Altamir) : ce sont des fonds dits « nourriciers ». (gras et souligné ajoutés)

§B de la note Moneta du 17 avril 2015

Tout d'abord, on peut s'interroger sur le choix limité à ces trois sociétés alors qu'on relève l'existence de pas moins de 80 sociétés européennes d'après la liste des sociétés « private equity » cotées fournie par LPX Group⁶,

Ensuite, le critère structurant retenu par Moneta pour la sélection de son échantillon de comparables consiste en des sociétés qui investissent « à titre principal dans des fonds d'un gérant externe unique ». Ce qui est vrai pour les trois sociétés retenues par Moneta mais aucunement pour le cas d'Altamir.

En effet, 65% du portefeuille d'Altamir est constitué de participations acquises directement et les 35% restants se réfèrent à des parts détenues dans des fonds gérés par des tiers.

Dès lors, il me paraît opportun de s'interroger sur les motivations sous-jacentes au choix de ces trois sociétés comparables par Moneta.

2°/ Interrogations sur la méthode de calcul des frais de gestion

Moneta présente dans le tableau suivant une comparaison des frais de gestion au regard de l'actif net réévalué moyen (ANR) de chaque société :

Total frais de gestion hors carried					
/ ANR moyen %	2011	2012	2013	2014	moyenne 2011-2014
HGCapital	nd	nd	2,4%	2,4%	2,4%
Dunedin	1,9%	1,6%	2,4%	2,7%	2,2%
Galdey	2,8%	2,5%	2,5%	nd	2,6%
Moyenne	2,3%	2,1%	2,5%	2,6%	2,4%
Altamir	2,6%	3,4%	3,1%	3,0%	3,1%
écart Altamir vs moyenne	14%	66%	27%	18%	30%

Elle en conclut que les frais de gestion d'Altamir sont 30% plus élevés que ceux des trois sociétés comparables.

⁶ <http://www.lpx-group.com/lpx/nc/lpx-research/lpe-companies-list>. Cf annexe 5

Les informations ainsi présentées invitent à s'interroger sur l'absence d'indications intéressantes :

- La nature des frais retenus ;
- Les méthodes comptables adoptées par chacune des sociétés ;
- La méthodologie de comparaison retenue ;
- La source des données utilisées.

De plus, aucune information n'est fournie sur l'absence de données liées au taux de frais de gestion de HG Capital au titre des années 2011 et 2012 alors que la société existe depuis plus de 14 ans⁷.

Cependant, s'agissant d'Oakley, on peut supposer qu'à la date d'établissement de la note, les informations relatives aux frais de gestion 2014 n'étaient pas encore disponibles.

A l'évidence, il a bien échappé à l'analyse de Moneta l'existence de deux types de frais :

- ✓ D'une part, les frais dits « directs » qui sont engagés par la société de « private equity » comprenant les honoraires de la gérance et les frais pour couvrir les dépenses nécessaires au fonctionnement normal de la société ;
- ✓ Et d'autre part, les frais dits « indirects » qui sont propres à chacun des fonds dans lesquels investit la société de « private equity » et engagés selon les dispositions régissant chacun d'eux. Par ailleurs, les normes comptables offrent le choix de la méthode comptable de consolidation les concernant, permettant ainsi de présenter ou pas ces frais indirects dans le compte de résultat de la société de « private equity ».

Or, les comptes publiés par les sociétés de l'échantillon de Moneta ne présentent que les frais directs propres à la société investisseur et tous les autres frais sont partiellement ou en totalité occultés de leurs comptes.

Par contre, Altamir, par souci extrême de transparence, a adopté une méthode de consolidation décrite dans son document de référence 2014 (page 33 § « Impact des IFRS ») comme suit :

Les comptes consolidés incluent le FPCI Apax France VIII-B dont la Société détient la majorité des parts. Les investissements réalisés par le fonds Apax VIII LP sont repris par transparence à hauteur du pourcentage investi par Altamir

⁷ <http://www.hgcapital.com/about-us/about-hgcapital>

Dès lors, cette méthode comptable, contrairement aux sociétés de l'échantillon de Moneta, l'oblige à intégrer dans son résultat consolidé des frais de gestion indirects, bien qu'ils soient engagés par des fonds gérés par des tiers.

Dans ce contexte, l'analyse comparative des frais de gestion, pour être fiable et pertinente, doit être élaborée sur la base d'un périmètre équivalent pour l'ensemble des sociétés. Par conséquent, elle peut être établie selon deux approches :

- Approche par les frais globaux : regroupant les frais propres à la société (frais directs) et ceux des fonds gérés par des tiers (frais indirects).
- Approche par les frais directs : cantonnés aux frais propres à la société.

3°/ Interrogations sur la méthodologie retenue par Moneta s'agissant de la performance

Parallèlement au constat sur les frais supposés très élevés, Moneta critique le niveau de performance d'Altamir jugé inférieur de 32% à la moyenne des sociétés de l'échantillon.

A l'appui de ces allégations, Moneta fournit le tableau suivant :

	TRI de l'ANR par action (*)	ANR moyen publié (2014) m€
HGCapital	13,0% 2004-2014, publié	573
Dunedin	8,0% 2003-2013, publié	140
Oakley	12,4% 2007-2013 publié	297 (2013)
Moyenne	11,1%	
Altamir	7,6% 2004-2014, estimé	564
écart Altamir vs moyenne	-32%	

Là encore, outre le fait que l'analyse effectuée par Moneta est partielle voire tendancieuse, ces affirmations appellent des commentaires en termes méthodologique.

En effet, la démarche d'analyse de Moneta est, pour le moins surprenante, quand on relève que :

- la périodicité d'analyse n'est pas harmonisée pour les quatre sociétés objet de la comparaison, qui plus est, contrairement aux usages, porte sur un seul intervalle d'années. Hormis Oakley créée en 2007, toutes les sociétés présentées disposent des informations financières nécessaires à l'étude de 2003 jusqu'à 2014.

- Un seul critère de mesure de performance, en l'occurrence le TRI, est retenu, chose inusuelle dans le secteur.
- Enfin, les données affichées ne sont pas étayées par une documentation probante alors que la documentation financière de ces sociétés est disponible sur leur site internet.

Du reste, ces constats me laissent penser que l'analyse présentée par Moneta est délibérément altérée afin d'en déduire une conclusion habilement orientée.

En tout état de cause, si on voulait arborer un semblant d'analyse de performance sérieuse et cohérente, elle aurait été établie selon les règles de l'art.

Il est communément admis, s'agissant de l'analyse de performance d'une société, que l'on se réfère a minima aux deux critères suivants :

- Taux de Rentabilité Interne (TRI) de l'actif net réévalué (ANR) par action ;
- Total Shareholder Return (TSR) qui correspond au taux de rentabilité d'une action calculé sur la base du cours de bourse et des dividendes réinvestis.

et pour compléter l'analyse, de :

- Définir l'indice représentatif de la société objet de l'analyse ;
- Arrêter une date commune de comparaison ;
- Fixer les intervalles d'années de comparaison, usuellement, il est retenu : 1, 3, 5 et 10 ans (cf exemples Fonds gérés par Moneta⁸, Etudes AFIC 2014⁹, Etude Bain & Company¹⁰).



⁸ Annexe n°6

⁹ Annexe n°7

Afic : association professionnelle spécialisée sur le métier du capital-investissement et reconnue par l'AMF, a pour mission de promouvoir la place et le rôle du capital-investissement, établir un code de déontologie, de contrôle et de développement de pratiques de place.

¹⁰ Annexe n°8

Ma conclusion sur les méthodes utilisées par Moneta dans sa note du 17 avril 2015, est que :

- Le choix des sociétés comparables retenues par Moneta, limitées au nombre de trois, semble être délibéré afin d'orienter le résultat de son étude.
- L'analyse des frais de gestion fournie par Moneta n'est pas étayée : absence d'indications sur la nature des frais retenus, sur les méthodes comptables retenues, sur la source des données utilisées et sur l'approche d'analyse adoptée.
- L'examen de la documentation financière des sociétés choisies par Moneta met en évidence l'adoption de méthodes comptables irréconciliables avec celles d'Altamir, au regard de la nature des investissements de ces sociétés, faisant obstacle à toute analyse comparative fiable et pertinente.
- La démonstration produite par Moneta relative au niveau de performance d'Altamir par rapport à l'échantillon de sociétés comparables est entachée d'incohérences méthodologiques non conformes aux règles de l'art.
- La périodicité d'analyse de la performance est asymétrique d'une société à une autre.
- L'analyse comparée de performance souffre de référence aux sources des données utilisées.

On ne manquera pas de rappeler que les animateurs de Moneta sont des financiers avertis et des investisseurs professionnels.

Du reste, ils insistent dans leur présentation sur leur démarche inspirée par une forte exigence en matière de valeurs, dans les termes :

| *nous ne lésinons pas sur les moyens pour mieux connaître et comprendre notre univers d'investissement*¹¹

Dès lors, il est, pour le moins, surprenant que leur critique soit entachée par une analyse peu conforme aux usages en la matière.

Paradoxalement, en procédant à une analyse comparative plus rigoureuse, autant pour les frais de gestion que pour la performance, on aboutit à une conclusion radicalement contraire à celles de Moneta.

¹¹ <http://www.moneta.fr/gestion/nos-valeurs.php>

Chapitre 3 Altamir est une des sociétés les plus efficaces en matière de coûts

Ainsi qu'on l'a vu à la fin de le chapitre précédent, l'analyse comparative des frais de gestion doit être élaborée sur la base d'un périmètre équivalent pour l'ensemble des sociétés.

Dans ce cadre, deux approches peuvent être retenues :

- Approche par les frais globaux : incluant les frais directs de la société étudiée et les frais indirects se rapportant à ceux supportés par les fonds gérés par des tiers et dans lesquels investit la société.
- Approche par les frais directs : se limitant aux seuls frais engagés par la société.

1°/ Approche par les frais globaux

Le calcul des frais globaux des trois sociétés comparables retenues par Moneta, dont le détail est présenté en annexe 9 du présent rapport, a été effectué après retraitement des données financières sur la base :

- Des informations issues des comptes annuels au 31 décembre 2014 publiés ;
- En ce qui concerne les frais indirects, correspondant à des coûts inhérents aux fonds dans lesquels investissent ces sociétés :
 - ✓ D'une distinction des frais supportés par les fonds gérés par la société de ceux supportés par les fonds gérés par des tiers.
 - ✓ En l'absence de données publiques, des hypothèses étayées sont fournies à l'appui des calculs.

Sur la base de ces travaux, on aboutit aux résultats suivants :

	2014	2013	Moyenne
Hg Capital Trust (HGCT)	2,52%	2,71%	2,62%
Dunedin Entreprise (DEIT)	3,58%	3,84%	3,71%
Oakley (OCIL)	2,93%	2,81%	2,87%
Moyenne échantillon	3,01%	3,12%	3,07%
ALTAMIR	3,00%	3,10%	3,05%
Ecart	-0,33%	-0,64%	-0,49%

Il n'est donc pas étonnant de relever, en dépit de l'analyse de Moneta qui se prétendait être conforme aux règles de l'art, que les frais directs et indirects supportés par Altamir de 3,05% en moyenne sur les deux années analysées soient en ligne, voire légèrement inférieurs, à la moyenne constatée sur l'échantillon.

2°/ Approche par les frais directs

Il convient de préciser, à toutes fins utiles, que la présentation des frais de gestion tant directs qu'indirects, comme il est le cas chez Altamir, constitue une exception parmi les pratiques des sociétés de « private equity ».

C'est la raison pour laquelle, cette singularité rend tout exercice de comparaison des frais pratiqués par les sociétés du secteur et Altamir, ardu voire inconcevable.

D'ailleurs, au cas d'espèce, Altamir avait diligenté en avril 2013 une étude comparative des frais de gestion auprès de la banque Rothschild, intéressant les années 2009 à 2012.

Cette étude, annexée au procès-verbal de l'assemblée générale mixte du 18 avril 2013¹², outre qu'elle concluait sur l'efficacité d'Altamir en matière de coûts, mettait en exergue l'absence d'informations sur les frais de gestion supportés par les fonds sous-jacents dans lesquels investissent les sociétés comparables.

Ainsi, il résulte de cette étude que le taux des frais de gestion d'Altamir est en moyenne de 1,6% à comparer à la moyenne des sociétés comparables sur cette période de 2,4%¹³.

En juillet 2015, Altamir a procédé à la mise à jour de cette étude¹⁴ pour les années 2013 et 2014 qui confirme les conclusions précédentes, à savoir qu'elle demeure une des sociétés les plus efficaces en matière de coûts avec un taux de frais de gestion en moyenne de 1,57% contre une moyenne de 1,79% pour les sociétés de l'échantillon¹⁵.



Force est de constater que lorsqu'on examine la nature des frais pris en compte par les sociétés de l'échantillon retenu par Moneta et établit une analyse comparative sur une base harmonisée, on aboutit à des conclusions éminemment à l'opposé des siennes.

¹² Annexe n°10

¹³ Annexe n°10 bis

¹⁴ Annexe n°11

¹⁵ Annexe n°11 bis

Chapitre 4 Altamir surperforme dans toutes les analyses comparatives

La comparaison de la performance d'Altamir doit être examinée au moyen de méthodes conformes aux règles de l'art.

A cet égard, pour une analyse de performance pertinente et fiable, il convient donc de se référer a minima aux deux critères suivants :

- Taux de Rentabilité Interne (TRI) de l'actif net réévalué (ANR) par action ;
- Total Shareholder Return (TSR) qui correspond au taux de rentabilité d'une action calculé sur la base du cours de bourse et des dividendes réinvestis.

Sur cette base, au cas particulier d'Altamir, on peut procéder à une analyse de performance au 31 décembre 2014 comme suit :

1/ Selon le TRI de l'ANR par action au 31 décembre 2014

a) En comparaison avec l'échantillon de Moneta

La comparaison est basée sur les « métriques » utilisées par les sociétés, TRI annualisé ou TRI cumulé.

		Performance par périodicité			
		1 an	3 ans	5 ans	10 ans
TRI d'Altamir (1)					
	annualisé	10,9%	12,5%	9,4%	8,0%
	cumulé	10,9%	40,7%	57,2%	108,9%
TRI de l'échantillon					
	Hg Capital Trust (2) annualisé	12,8%	7,9%	9,0%	12,7%
	Dunedin (3) cumulé	-0,4%	2,3%	37,6%	70,3%
	Oakley (4) cumulé	0,5%	17,5%	42,6%	N/A (créé en 2007)
Sur-performance d'Altamir par rapport :					
	Hg Capital Trust	-1,9pt	4,6pt	0,4pt	-4,7pt
	Dunedin	11,3pt	38,4pt	19,6pt	38,6pt
	Oakley	10,4pt	23,2pt	14,6pt	N/A

(1) Page 9 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

(2) Page 7 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

(3) Page 1 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

(4) Page 7 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

Il en découle distinctement que la performance d'Altamir est, dans 9 cas sur 11, bien supérieure à celle des sociétés retenues dans l'échantillon de Moneta.

Cela confirme donc que l'analyse de Moneta est infondée.

b) En comparaison avec l'indice de Morningstar

L'indice communément utilisé est celui de Morningstar, au cas particulier l'indice MORNINGSTAR INVESTMENT TRUST PRIVATE EQUITY, qui réplique la performance, pondérée par la taille de l'ANR, de 19 sociétés comparables du secteur¹⁶.

Il convient de noter que Morningstar constitue une référence incontournable, utilisée même par Moneta dans son information financière relative à ses fonds (cf section « les points saillants » en page 1 des lettres trimestrielles 2T2015 des fonds Moneta Micro Entreprises et Moneta Multi Caps, respectivement, en annexes n° 2 et 3).

Ainsi, les résultats sont indiscutables comme le démontre le tableau ci-après :

	Performance par périodicité			
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Altamir	10,9%	40,7%	57,2%	108,9%
Morningstar IT PE	7,5%	24,2%	55,2%	104,8%
Sur-performance d'Altamir	3,4pt	16,5pt	2,0pt	4,1pt

A chaque périodicité, Altamir surperforme l'indice Morningstar.

2/ Selon le TSR au 31 décembre 2014

Le résultat de comparaison de la performance d'Altamir en fonction du taux de rentabilité de l'action (TSR) est également éloquent :

¹⁶ Composition de l'indice fournie en annexe n°13

a) En comparaison avec l'échantillon de Moneta

	Performance par périodicité			
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans

TR d'Altamir (1)				
annualisé	4,2%	24,5%	17,2%	7,2%
cumulé	4,2%	93,1%	121,0%	78,2%

TR de l'échantillon				
Hg Capital Trust (2) annualisé	9,6%	5,6%	7,4%	11,5%
Dunedin (3) cumulé	-15,8%	25,8%	50,7%	42,1%
Oakley (4) cumulé	-18,0%	16,6%	62,6%	N/A (créé en 2007)

Sur-performance d'Altamir par rapport :				
Hg Capital Trust	-5,4pt	18,9pt	9,8pt	-4,3pt
Dunedin	20,0pt	67,3pt	70,3pt	36,1pt
Oakley	22,2pt	76,5pt	58,4pt	N/A

(1) Page 11 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

(2) Page 7 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

(3) Page 1 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

(4) Page 7 du rapport annuel 2014 (annexe n°12)

On constate, encore une fois, que manifestement Altamir surperforme, dans 9 cas sur 11, les sociétés de l'échantillon de Moneta. Par conséquent, ce résultat ne peut que discréditer l'analyse de performance absconse fournie par Moneta.

b) En comparaison avec l'indice LPX Europe

Au cas d'espèce, la performance de l'indice LPX Europe reflète le mieux la performance des sociétés comparables car il est composé de 30 sociétés européennes du secteur¹⁷ et constitue, selon l'agence Bloomberg, la référence utilisée par les institutions financières européennes et par les sociétés de « private equity ».

¹⁷ Description de l'indice et guide de calcul en annexe n°14

On relève aussi que la même conclusion s'impose sur le niveau élevé de la performance d'Altamir comme il est détaillé dans le tableau ci-après :

	Performance par périodicité			
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Altamir	4,2%	93,1%	121,0%	78,3%
LPX Eur	12,0%	87,9%	103,1%	69,1%
Sur-performance d'Altamir	-7,8pt	5,2pt	17,9pt	9,2pt

Dans trois périodicités sur quatre, Altamir surperforme l'indice LPX Europe.



Par conséquent, ces analyses comparatives de la performance d'Altamir selon les critères de TRI et TRS par rapport, non seulement à l'échantillon choisi par Moneta, mais de surcroît, à des indices plus larges, confirment les observations faites dans le chapitre 2 précédent.

Ces résultats démontrent clairement que Moneta a voulu orienter son analyse, en se basant sur une méthodologie entachée d'incohérence non conforme aux règles de l'art, et que la réalité la contredit.

C'est dire si les affirmations alléguées par Moneta dans sa note, marquées par des démonstrations partielles et erronées, sont infondées.

* *

*

Conclusion

En substance, il ressort des constatations décrites dans le présent rapport que :

- ✓ Le choix des sociétés comparables retenues par Moneta, limitées au nombre de trois, semble être délibéré afin d'orienter le résultat de son étude.
- ✓ L'analyse comparative fournie par Moneta tant en ce qui concerne les frais de gestion que la performance n'est pas étayée : absence d'indications sur la nature des frais retenus, sur les méthodes comptables retenues, sur la source des données utilisées et sur l'approche d'analyse adoptée.
- ✓ Les démonstrations produites par Moneta, pour une société dont les animateurs sont des financiers avertis et des investisseurs professionnels, sont entachées d'incohérences méthodologiques non conformes aux règles de l'art.

Paradoxalement, en procédant à une analyse comparative plus rigoureuse selon les règles de l'art, autant pour les frais de gestion que pour la performance, on aboutit à une conclusion radicalement contraire à celles de Moneta.

Cette analyse comparative s'est articulée :

- ✓ Pour les frais de gestion : par une étude selon deux approches, l'une globale incluant les frais de la société et des fonds dans lesquels elle investit, et l'autre, dite directe ne retenant que les frais propres à la société.
- ✓ Pour la performance : par un examen de la performance selon deux critères usuels à savoir, le Taux de Rentabilité Interne (TRI) et le Total Shareholder Return (TSR), en comparaison avec l'échantillon de sociétés choisies par Moneta, mais également, avec des indices sectoriels reconnus, Morningstar et LPX.

Ainsi, un effort de cohérence conduit à conclure que non seulement Altamir est efficiente en matière de coûts, mais également, elle est plus performante que la moyenne de l'échantillon choisi par Moneta, et ce contrairement à ce qu'indique cette dernière.

En définitive, il apparaît donc que les démonstrations produites par Moneta dans sa note du 17 avril 2015 tant en ce qui concerne le niveau des frais de gestion que la performance d'Altamir, sont tendancieuses et entachées de nombreuses Incohérences méthodologiques non conformes aux règles de l'art.

Par conséquent, toutes les conclusions qui ont découlent sont infondées et trompeuses et, partant, pourraient induire le lecteur en erreur et fausser son jugement.



Je vous remercie de votre confiance et vous prie de croire, Monsieur le Président, en l'expression de mes sincères salutations.

Paris, le 15 octobre 2015


Didier KLING

Expert près de la Cour d'Appel de Paris
Agréé par la Cour de Cassation

Monsieur Didier KLING
28 avenue Hoche
75008 PARIS

Partie 2 : **Annexes**

Société ALTAMIR

c/Société MONETA Asset Management

SOMMAIRE

Annexe 1 Fonds gérés par Moneta

Annexe 2 Lettre trimestrielle n°48 T2 2015, Moneta Micro Entreprises

Annexe 3 Lettre trimestrielle n°37 T2 2015, Moneta Multi Caps et comptes annuels au 29 septembre 2012

Annexe 4 Site internet Moneta rubrique Actualités « ALTAMIR »

Annexe 5 Liste des sociétés « private equity » source LPX

Annexe 6 Présentation des périodicités d'analyse : Moneta

Annexe 7 Présentation des périodicités d'analyse : Etude AFIC

Annexe 8 Présentation des périodicités d'analyse : BAIN & Company

Annexe 9 Détail des calculs de frais de gestion retraités de l'échantillon retenu par Moneta

Annexe 10 Etude Rothschild : Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013

Annexe 10 bis Etude Rothschild : Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013 :
moyenne des frais directs 2009-2012

Annexe 11 Mise à jour au 29 juillet 2015 de l'Etude Rothschild « Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013 »

Annexe 11bis Mise à jour au 29 juillet 2015 de l'Etude Rothschild « Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013 » : moyenne des frais directs 2013-2014

Annexe 12 TRI & TSR des sociétés comparables retenues par Moneta et d'Altamir

Annexe 13 Composition de l'indice MORNINGSTAR INVESTMENT TRUST PRIVATE EQUITY

Annexe 14 Description de l'indice LPX EUROPE & Guide de calcul

Annexe 9

Détail des calculs de frais de gestion retraités de l'échantillon retenu par Moneta

Calcul des frais directs et indirects de HG Capital Trust (HGCT)

En milliers GBP	2014	2013
Frais directs		
Honoraires de gestion (p 24 rapport annuel 2014)	-8 786	-7 524
Autres Frais (p 67 rapport annuel 2014)	-1 734	-3 323
Frais financiers (p 67 rapport annuel 2014)	-455	-482
Sous Total (1)	-10 975	-11 329
Frais indirects		
Honoraires de gestion : 1.64% x 31 millions GBP*	-508	-508
Frais des fonds 15%**	-76	-76
Sous Total (2)	-584	-584
Total (1 + 2)	-11 559	-11 913
ANR Moyen en millions GBP	459	440
Coûts directs et indirects en %	2,52%	2,71%

* Rapport annuel 2014 p.66

** Hypothèse Altamir basée sur les chiffres de HGCT, d'Apax France VIII (B) et d'Apax VIII LP

Calcul des frais directs et indirects de Dunedin (DEIT)

En milliers GBP	2014	2013
Frais directs		
Honoraires de gestion <i>(p 50 rapport annuel 2014)</i>	-415	-727
Autres Frais	-633	-659
Frais financiers	-551	-532
Impôts et taxes	299	-128
Sous Total (1)	-1 300	-2 046
Frais indirects		
Honoraires de gestion Fonds Dunedin <i>(p 59 rapport annuel 2014)</i>	-2 200	-2 000
Frais Fonds Dunedin Hypothèse 15%*	-330	-300
Honoraires de gestion Fonds Tiers Hypothèse 1% x 13.2 millions GBP**	-132	-136
Frais Fonds Tiers	p.m.	p.m.
Sous Total (2)	-2 662	-2 436
Total (1 + 2)	-3 992	-4 482
ANR Moyen en millions GBP	111,5	116,6
Coûts directs et indirects en %	3,58%	3,84%

* Hypothèse Altamir basée sur les chiffres de HGCT, d'Apax France VIII (B) et d'Apax VIII LP

** Hypothèse conservatrice Altamir

Calcul des frais directs et indirects d'Oakley (OCIL)

En milliers GBP	2014	2013
Frais directs		
Honoraires de gestion (p 24 rapport annuel 2014)	0	-1 243
Autres Frais (p 24 rapport annuel 2014)	-830	-753
Frais financiers (p 24 rapport annuel 2014)	-84	-1
Sous Total (1)	-914	-1 997
Frais indirects		
Honoraires de gestion du "Fund I" capital souscrit		
188,4 millions EUR* x 2%**x85%***	-2 506	
188,4 millions EUR* x 2%**		-3 145
Honoraires de gestion du "Fund II" capital souscrit		
200 millions EUR* x 2%**	-3 130	
Coûts réels en GBP (p 9 du rapport annuel 2013)		-800
Frais du "Fund I" 15% ****	-845	-472
Sous-Total (2)	-6 481	-4 417
Total (1 + 2)	-7 395	-6 414
ANR Moyen en millions GBP	252	228
Coûts directs et indirects en %	2,93%	2,81%
Taux de convesion EUR/GBP (http://www.oanda.com/lang/fr/currency/convert/)	0,78247	0,83478

* P. 4 du rapport annuel 2014

** P. 29 du rapport annuel 2014 & Information donnée oralement par Oakley à la conférence Investisseurs de Zurich le 11.02.2015

*** Décroissance du capital investi de 15% annuel

**** Hypothèse Altamir basée sur les chiffres de HGCT, d'Apax France VIII (B) et d'Apax VIII LP

Annexe 10

Etude Rothschild : “Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013”

Analyse comparative des honoraires de gestion

Analyse comparative des honoraires de gestion

Direct et hybrides

Type de fonds	Société	Honoraires de gestion				ANR moyen sur l'exercice				Honoraires de gestion / ANR moyen			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Direct (80%) + Fonds de fonds (20%)	Altamir Amboise (M€)	6,1	7,4	5,8	8,0	380	413	432	467	1,6%	1,8%	1,3%	1,7%
Direct	HgCapital Trust (M£)	6,4	7,1	7,2	7,2	235	292	347	392	2,7%	2,4%	2,1%	1,8%
Direct	Deutsche Beteiligungs (M€)			n.d. ¹		251	265	256	253	Entre 2,5% et 4,9% sur les 5 dernières années (2008-2012), y compris les autres charges			
Direct (6%) + Fonds de fonds (94%)	Graphite Enterprise Trust (M£)	6,0	4,8	5,3	6,5	359	333	364	402	1,7%	1,4%	1,4%	1,6%
Direct (83%) + Fonds de fonds (17%)	Electra Private Equity (M£)	11,9	14,7	17,0	17,8	624	666	773	869	1,9%	2,2%	2,2%	2,0%

Source Sociétés : Altamir Amboise (rapports annuels 2012, 2011, 2010) ; HgCapital Trust (rapports annuels 2012, 2011, 2010) ; Deutsche Beteiligungs (rapports annuels 2011-2012, 2010-2011, 2009-2010) ; Graphite Enterprise Trust (rapports annuels 2011-2012, 2010-2011, 2009) ; Electra Private Equity (rapports annuels 2011-2012, 2010-2011, 2009-2010)

Note

¹ Non disponible

Altamir Amboise fait partie des sociétés les plus efficaces en matière de coûts

Analyse comparative des honoraires de gestion

Fonds de fonds

Type de fonds	Société	Honoraires de gestion				ANR moyen sur l'exercice				Honoraires de gestion / ANR moyen			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Fonds de fonds	SVG Capital (M£)	4,4	5,9	7,2	6,5	527	783	992	1056	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
Fonds de fonds	Pantheon International Participations (M£)	11,3	8,7	8,8	8,9	625	575	685	789	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%
Fonds de fonds	HarbourVest Global Private Equity (M£)	17,1	16,1	14,6	14,6	631	675	784	897	2,7%	2,4%	1,9%	1,6%

Source Sociétés : SVG Capital (rapports annuels 2012, 2011, 2010) ; Pantheon International Participations (rapports annuels 2011-2012, 2010-2011, 2009-2010) ; HarbourVest Global Private Equity (rapports annuels 2011-2012, 2010-2011, 2009-2010)

Analyse comparative des autres coûts

Autres charges, honoraires payés à des tiers par les fonds en portefeuille, *carried interest*

	Autres charges	Honoraires payés à des tiers par les fonds en portefeuille	Carried interest
	Montant (2012)	Communiqué / Non communiqué	Communiqué / Non communiqué
Altamir Amboise (M€)	1,6	✓	✓
HgCapital Trust (M£)	2,6	n.a. ¹	✓
Deutsche Beteiligungs (M€)	Charges totales entre 2,5% et 4,9% de l'ANR sur 2008-2012	n.a. ¹	✓
Graphite Enterprise Trust (M£)	2,3	✗	✗
Electra Private Equity (M£)	2,1	✗	✗
SVG Group (M£)	2,2	✗	✗
Pantheon International Participations (M£)	1,2	✗	✓
HarbourVest Global Private Equity (M£)	6,9	✗	✗

Source Sociétés (rapports annuels 2012)

Note

1 Non applicable

Altamir Amboise figure parmi les sociétés les plus transparentes de l'échantillon des comparables

Annexe 10bis

Etude Rothschild : “Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril
2013” : moyenne des frais directs 2009-2012

Moyenne frais directs Altamir et sociétés comparables 2009-2012

	2009	2010	2011	2012	Moyenne
Hg Capital Trust (HGCT)	2,7%	2,4%	2,1%	1,8%	2,3%
Deutsch Beteiligungs					3,7%
Graphite Entreprise trust	1,7%	1,4%	1,4%	1,6%	1,5%
Electra Private Equity	1,9%	2,2%	2,2%	2,0%	2,1%
Moyenne échantillon					2,4%
ALTAMIR	1,6%	1,8%	1,3%	1,7%	1,6%

Annexe 11

Mise à jour au 29 juillet 2015 de l'Etude Rothschild :
"Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013"



Analyse comparative des honoraires de gestion

Mise à jour 2013 et 2014

29 juillet 2015

Analyse comparative des honoraires de gestion

Direct et hybrides

Type de fonds	Société	Honoraires de gestion		ANR moyen sur l'exercice		Honoraires de gestion / ANR moyen	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014
Direct (66%) + Fonds de fonds (34%)	Altamir (M€)	8,5 ⁽¹⁾	8,4 ⁽¹⁾	518	565	1,64%	1,49%
Direct (94%) + Fonds de fonds (6%)	HgCapital Trust (M£)	7,5	8,9	440	459	1,70%	1,94%
Direct (56%) + Fonds de fonds (44%)	Princess Private Equity (M€)	8,7	9,3	572	577	1,52%	1,62%
Direct (25%) + Fonds de fonds (75%)	Graphite Enterprise Trust (M£)	7,3 ⁽²⁾	7,7 ⁽²⁾	487	509	1,50%	1,51%
Direct (85%) + Fonds de fonds (15%)	Electra Private Equity (M£)	22,0	25,4 ⁽³⁾	973	1112	2,26%	2,28%

(1) 20% (en 2014), 19.6% (en 2013) TVA comprise. Sans TVA, les honoraires de gestions représentent 1.37% (2013) et 1.24% (2014) de l'ANR

(2) Ces montants comprennent £1.9m (2014) et £1.3m (2013) d'honoraires de gestion payés par les Fonds Graphite à la société de gestion

(3) Suite à une revue du Conseil, il a été annoncé le 11 février 2015 une réduction de la structure de coûts à compter du 1er avril 2015. A la fin de l'exercice fiscal clôturant en septembre 2014, la nouvelle structure aurait réduit les honoraires de gestion de 2013/2014 de £25m à £18m ($18/1112 = 1.62\%$)

Source : rapports annuels des sociétés : Altamir (2013-2014), HG Capital (2013-2014), Princess (31/01/2015-31/01/2014), Graphite Enterprise (31/01/2015-31/01/2014), Electra (30/09/2014-30/09/2013)



Analyse comparative des honoraires de gestion

Type de fonds	Société	Honoraires de gestion et de conseil en investissement		ANR moyen sur l'exercice		Honoraires de gestion / ANR moyen	
		2013	2014	2013	2014	2013	2014
Fonds de fonds	SVG Capital (M£)	7,2	6,1	1147	1174	0,63%	0,52%
Fonds de fonds	Pantheon International Participations (M£)	9,4	9,3	874	902	1,08%	1,03%
Fonds de fonds	HarbourVest Global Private Equity (M£)	14,7	14,2	1099	1216	1,34%	1,00%

Source : rapports annuels des sociétés : SVG (31/01/2015-31/01/2014) - Pantheon (30/06/2014-30/06/2013) - Harbourvest (31/01/2014-31/01/2015)

Analyse comparative des autres coûts

Autres charges, honoraires payés à des tiers par les fonds en portefeuille, carried interest

	Autres charges	Honoraires payés à des tiers par les fonds en portefeuille	Carried interest
	Montant (2014)	Communiqué / non communiqué	Communiqué / non communiqué
Altamir (M€)	2,8	✓	✓
HgCapital Trust (M€)	2,2	X ⁽³⁾	✓
Princess Private Equity (M€)	1,7	X	✓
Graphite Enterprise Trust (M€)	3,4	X	X
Electra Private Equity (M€) ⁽¹⁾	30 ⁽⁴⁾	X	✓
SVG Capital (M€)	24,7 ⁽⁵⁾	X	✓
Pantheon International Participations (M€)	3,6	X	✓
HarbourVest Global Private Equity (M€) ⁽²⁾	9,6	X	✓

(1) Comptes 09/2014 - (2) Comptes 01/2014 - (3) Structure de coûts, mais pas le montant actuel - (4) £20m coûts de financement - (5) £19.7m coûts de financement

Annexe 11bis

Mise à jour au 29 juillet 2015 de l'Etude Rothschild
"Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013" :
moyenne des frais directs 2013-2014

**Moyenne frais directs Altamir et sociétés comparables
2013-2014**

	2011	2012	Moyenne
Hg Capital Trust (HGCT)	1,70%	1,94%	1,82%
Princess Private Equity	1,52%	1,62%	1,57%
Graphite Entreprise trust	1,50%	1,51%	1,51%
Electra Private Equity	2,26%	2,28%	2,27%
Moyenne échantillon	1,75%	1,84%	1,79%
ALTAMIR	1,64%	1,49%	1,57%

Annexe 12

TRI & TSR des sociétés comparables retenues par Moneta et d'Altamir

FINANCIAL HIGHLIGHTS continued

LONG-TERM PERFORMANCE RECORD

The Trust's share price has continued to outperform the FTSE All-Share Index over the long-term.

HISTORICAL TOTAL RETURN PERFORMANCE

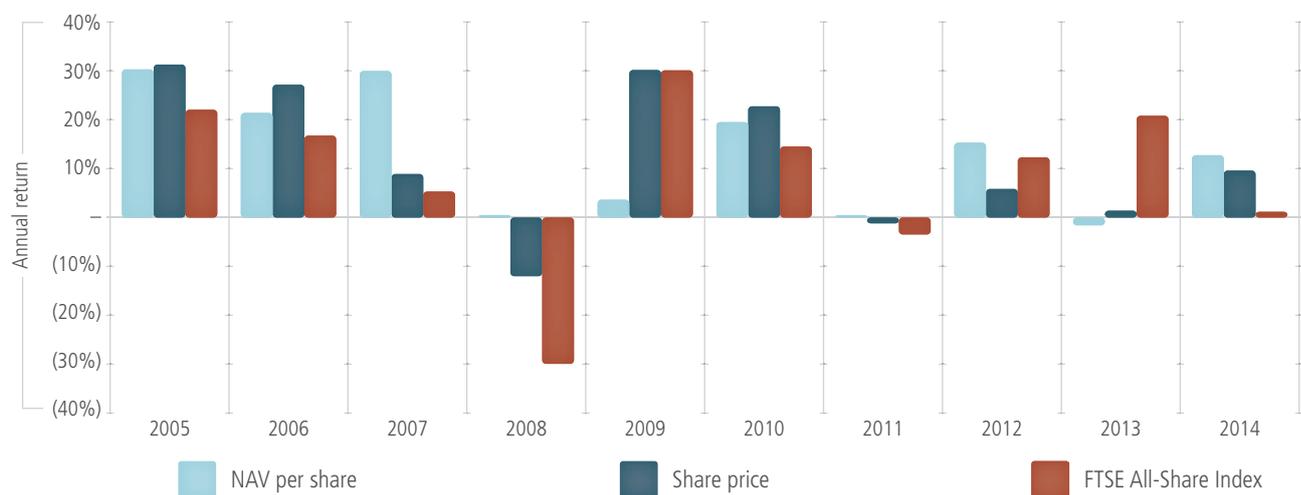
	One year % p.a.	Three years % p.a.	Five years % p.a.	Seven years % p.a.	Ten years % p.a.
NAV per share	12.8	7.9	9.0	7.0	12.7
Share price	9.6	5.6	7.4	7.3	11.5
FTSE All-Share Index	1.2	11.1	8.7	4.7	7.6
Share price performance per annum relative to the FTSE All-Share Index	8.4	(5.5)	(1.3)	2.6	3.9

TEN YEAR ROLLING TOTAL RETURN (CAGR)



Source: HgCapital, Factset

DISCRETE ANNUAL TOTAL RETURN PERFORMANCE AGAINST THE FTSE ALL-SHARE INDEX



Source: HgCapital, Factset

Financial Highlights

Total return per ordinary share

-0.4%

0.6% 2013

Net asset value per ordinary share

510.6p

529.3p 2013

Cash returned to shareholders

£5.2m

£18.0m 2013

Annual net asset total return
over 10 years

5.7%

8.0% 2013

Share price

352.4p

436.0p 2013

Discount

31.0%

17.6% 2013

Dividend per ordinary share

4.7p

16.5p 2013

Ongoing charges

2.9%

2.8% 2013

Comparative Total Return Performance

	One year to December 2014 %	Three years to December 2014 %	Five years to December 2014 %	Ten years to December 2014 %
Net asset value per ordinary share	-0.4	2.3	37.6	70.3*
Share price	-15.8	25.8	50.7	42.1
FTSE Small Cap Index ("the Benchmark")	-2.7	90.8	89.2	85.0
FTSE All Share Index	1.0	37.0	51.4	106.8

*Ten years from 31 October 2004

THE COMPANY AND THE FUNDS

The Company provides investors with exposure to the Funds. The Funds are unlisted UK and European mid-market private equity funds with the aim of providing investors with significant long-term capital appreciation.

The Investment Adviser is primarily responsible for advising the Manager, as manager of Fund I and GP II, as general partner of the constituent limited partnerships of Fund II, on the investment and realisation of the assets of Fund I and Fund II respectively.

The Funds' investment strategy is to invest in sectors that are growing or where consolidation is taking place. Within the core sector interests, the Funds invest in both performing and under-performing businesses, supporting buy and build strategies, businesses encountering rapid growth, or businesses undergoing significant operational or strategic change. Investing in a diverse range of portfolio companies, the Funds' objective is to work proactively with the portfolio companies' management teams, together with other stakeholders, in order to create substantial shareholder value.

The Funds look to acquire a controlling interest in companies with an enterprise value of between £20.0 million and £100.0 million, although companies with a lower enterprise value are considered where the Investment Adviser believes that anticipated returns justify the investment. The Funds aim to deliver in excess of 25% gross internal rate of return (IRR) per annum on investments. The life of each Fund is expected to be approximately 10 years, which includes a five year investment period.

MARKET BACKGROUND

With confidence returning to the markets, record amounts of capital are being raised by private equity funds. As a consequence, with lots of capital chasing deals, there is increasing competition generally amongst private equity funds. At the same time, rising stock markets are pushing up multiples leading to unrealistic price expectations. This is viewed as a broadly positive backdrop for Fund I now that it is in its investment realisation phase whilst for Fund II, the Fund's emphasis on proprietary deal flow gains increasing significance as a means to exercise some control over pricing.

FINANCIAL HIGHLIGHTS

Assets at:	31 Dec 2007	31 Dec 2008	31 Dec 2009	31 Dec 2010	31 Dec 2011	31 Dec 2012	31 Dec 2013	31 Dec 2014	% change 2014/2007
Net asset value (£m)	99.4	99.9	180.1	214.9	218.9	227.6	246.9	256.9	158%
Net asset value per share (£)	0.99	1.08	1.41	1.68	1.71	1.81	2.00	2.01	103%
Share price (mid-market) (p)	101.6	63.5	95.0	145.5	132.5	136.5	188.3	154.5	52%
FTSE All Share Index	3,287	2,209	2,751	3,063	2,858	3,105	3,610	3,533	7%
FTSE Small-Cap Index	3,418	1,854	2,777	3,229	2,749	3,416	4,431	4,366	28%

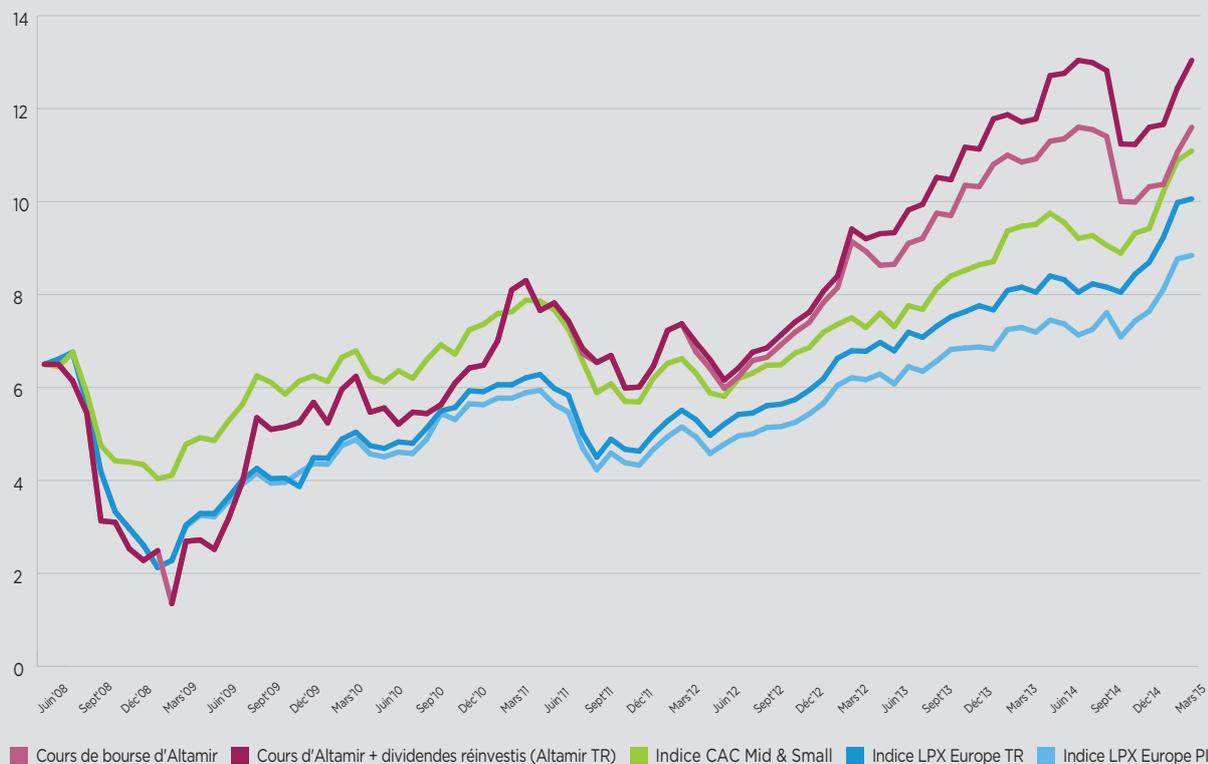
Operational performance

Increase in net assets resulting from operations (£m)	(0.6)	5.1	55.0	34.8	4.0	11.1	22.8	3.1	
Net change in net asset value per share (£)	(0.01)	0.06	0.47	0.27	0.03	0.09	0.18	0.02	

Évolution du cours de bourse

L'ACTION ALTAMIR SURPERFORME SES INDICES DE RÉFÉRENCE

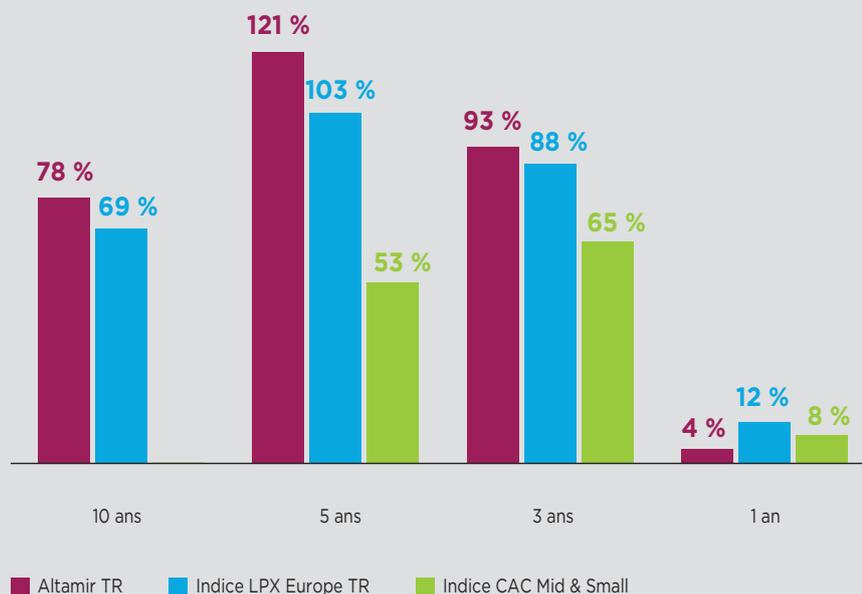
Au 31 mars 2015 (base : 30/06/2008), en euros



Rendement global actionnaire

ALTAMIR SURPERFORME SES INDICES DE RÉFÉRENCE SUR LA DURÉE

Rendement global au 31 décembre 2014 à 10 ans, 5 ans, 3 ans et 1 an



* Sources : Morningstar et LPX au 31/12/2014.

Annexe 13

Composition de l'indice MORNINGSTAR INVESTMENT TRUST PRIVATE EQUITY

Composition de l'indice MORNINGSTAR INVESTMENT TRUST PRIVATE EQUITY

Sorted by Weighting (%) (descending)

Fund (16 Apr 2015)	Ticker	NAV (p)	Net Assets(€m)	Weighting (%)
Electra Private Equity	ELTA	3189.03	1,139.614	15.8
SVG Capital	SVI	601.40	1,127.213	15.6
Pantheon International	PII	1545.94	1,013.900	14.1
Symphony International Holding	SIHL	96.08	503.016	7.0
Graphite Enterprise Trust	GPE	668.86	487.684	6.8
HgCapital Trust	HGT	1213.49	452.931	6.3
Princess Private Equity	PEY	648.74	448.608	6.2
Standard Life Euro Private Eq	SEP	251.47	395.554	5.5
Better Capital PCC 2012	BC12	102.16	354.067	4.9
JPMorgan Private Equity	JPEL	82.76	279.686	3.9
Better Capital PCC 2009	BCAP	110.59	228.679	3.2
F&C Private Equity Trust	FPEO	265.88	192.186	2.7
LMS Capital	LMS	98.34	142.844	2.0
Aberdeen Private Equity	APEF	118.96	129.824	1.8
Candover Investments	CDI	520.62	113.383	1.6
Dunedin Enterprise	DNE	501.37	104.628	1.4
Mithras	MTH	153.60	35.854	0.5
Private Equity Investor	PEQ	236.05	34.948	0.5
Northern Investors Company	NRI	516.57	25.312	0.3

Filter Results: Rows 1 to 19 of 19

[Download CSV File](#)