

Expert judiciaire
Immobilier – Finance
Thierry BERGERAS

8 rue de l'Alboni
75016 PARIS
Tél. +33(1) 45 25 70 27
Fax +33(1) 42 88 69 67
info@bergerasexpertises.com
www.bergerasexpertises.com

**RAPPORT D'EXPERTISE A LA SUITE D'UNE
ORDONNANCE DE REFERE
DU TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS
RENDUE LE 16 MARS 2016**

RG : 2015060449

AFFAIRE :
SCA ALTAMIR
C/
SAS MONETA ASSET MANAGEMENT

Tome 1: RAPPORT

Tome 2, 3 et 4: ANNEXES

Thierry BERGERAS
Associé gérant de BERGERAS EXPERTISES
MRICS SFAF

*Expert en finance et estimations immobilières près la Cour d'Appel
de Paris et la Cour d'Appel administrative de Paris et Versailles
Expert agréé par la Cour de Cassation*

Paris le 9 février 2018

Bureaux secondaires

Bordeaux : 5 rue de Condé – 33081 Bordeaux

Marseille : 61 rue Marx Dormoy – 13004 Marseille

Outre-mer : 2 bis rue Berthelot – Bâtiment Usine Center, 3^e étage - BP 2515 - 98845 Noumea

Membre d'une association agréée. Le règlement des honoraires par chèque est accepté
N° SIRET : 421 345 901 00019 – N°TVA Intracommunautaire : FR 63421345901

RAPPORT

Tribunal de Commerce de Paris – Ordonnance du 16 mars 2016.
R.G. N° 2015060449

DEMANDERESSE

Société en commandite par actions ALTAMIR

Siège social 1 rue Paul Cézanne

75008 Paris

Conseils : Me Philippe GINESTIE et Me Frédéric PELTIER

DEFENDERESSE

Société par Actions Simplifiée MONETA ASSET MANAGEMENT

Siège social 17 rue de la Paix

75002 Paris

Conseil : Me Guillaume-Denis FAURE et Me Dominique STUCKI

MISSION DE L'EXPERT

- Convoquer les Parties ;
- Se faire communiquer tous documents et pièces estimées utiles à la mission ;
- Entendre tout sachant, notamment les deux experts diligentés par les Parties pour étudier la note du 17 avril 2015 ;
- Procéder à l'analyse du cours de bourse de la société ALTAMIR avant et après la publication de la note du 17 avril 2015 ;
- Donner son avis sur l'incidence de la publication de la note du 17 avril 2015 sur le cours de bourse de la société ALTAMIR ;
- Donner son avis sur le préjudice de la société ALTAMIR lié à la dégradation du cours de bourse résultant de la publication de la note du 17 avril 2015 ;
- Donner son avis sur les causes endogènes pouvant expliquer la performance et la décote du cours de la société ALTAMIR ;
- Donner son avis sur les frais de gestion, objet des divergences des deux expertises diligentées par les Parties, par rapport aux sociétés comparables ;
- Mener de façon strictement contradictoire ses opérations d'expertise, en particulier en faisant connaître aux Parties, oralement ou par écrit, l'état de ses avis et opinions ;
- Dresser rapport de l'exécution de sa mission et les conclusions de cette dernière dans les trois mois à compter de la consignation de la provision.

SOMMAIRE

1. CALENDRIER DE L'EXPERTISE	5
2. RAPPEL DES FAITS ET PRESENTATION DES SOCIETES	12
2.1. SOCIETES ALTAMIR ET ALTAMIR GERANCE	12
2.2. SOCIETE MONETA ASSET MANAGEMENT	14
3. AVIS DE L'EXPERT SUR LES FRAIS DE GESTION DE LA SOCIETE ALTAMIR PAR RAPPORT AUX SOCIETES COMPARABLES	15
3.1. CONTENU DE LA NOTE DE MONETA DES 15 ET 17 AVRIL 2015	15
3.2. POSITION D'ALTAMIR ET ALTAMIR GERANCE	17
3.3. POSITION DE MONETA ASSET MANAGEMENT	19
3.4. ANALYSE DE L'EXPERT	20
4. ANALYSE DU COURS DE BOURSE DE LA SOCIETE ALTAMIR AVANT ET APRES LA PUBLICATION DE LA NOTE DE MONETA DU 17 AVRIL 2015, INCIDENCE DE CETTE PUBLICATION ET PREJUDICE SUBI PAR LA SOCIETE ALTAMIR	38
4.1. POSITION DE MONETA ASSET MANAGEMENT	39
4.2. POSITION D'ALTAMIR ET ALTAMIR GERANCE	39
4.3. ANALYSE DE L'EXPERT	44
4.4. CONCLUSION	55
5. CAUSES ENDOGENES POUVANT EXPLIQUER LA PERFORMANCE ET LA DECOTE DU COURS DE LA SOCIETE ALTAMIR	57
5.1. ETUDE ROTHSCHILD SUR LES CAUSES DE LA DECOTE DU TITRE ALTAMIR DE DEBUT 2013	57
5.2. DECOTE DU COURS DE LA SOCIETE ALTAMIR	61
5.3. ACTIONNARIAT DE LA SOCIETE ALTAMIR	65
5.4. PERFORMANCE DE LA SOCIETE POUR LES INVESTISSEURS	66
5.5. GOUVERNANCE DE LA SOCIETE	70
6. REPONSE AUX DIRES DES PARTIES APRES PRODUCTION DU PRE-RAPPORT DE L'EXPERT	83
6.1. PRINCIPAUX DIRES ET ELEMENTS POSTERIEUREMENT AU PRE-RAPPORT	83
6.2. EXHAUSTIVITE DES PIECES VERSEES A L'EXPERTISE	84
7. CONCLUSION	89
TABLE DES ANNEXES	92

1. CALENDRIER DE L'EXPERTISE

- Le 16.03.2016** Le Tribunal de Commerce de Paris nomme Thierry BERGERAS expert dans le litige opposant la SCA ALTAMIR et la SAS MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 07.04.2016** Maître Guillaume-Denis FAURE écrit à l'expert
- Le 15.04.2016** L'expert propose des dates de réunion aux Parties
- Le 20.04.2016** Maître Philippe GINESTIE écrit à l'expert et lui transmet des pièces
- Le 28.04.2016** Maître Guillaume-Denis FAURE écrit à l'expert
- Le 29.04.2016** L'expert convoque les Parties à la réunion du 17 mai 2016
- Le 17.05.2016** Première réunion d'expertise au 8 rue de l'Alboni à Paris.
Étaient présents :
- Maître Philippe GINESTIE, avocat d'ALTAMIR
 - Maître Frédéric PELTIER, avocat d'ALTAMIR
 - Maître Rudy LENTINI, avocat d'ALTAMIR
 - Maître Guillaume-Denis FAURE, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Maître Dominique STUCKI, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Maître Chloé SZCZUPAK, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Romain BURNAND, MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Andrzej KAWALEC, MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Thomas PERROTIN, MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Romain LOBSTEIN, cabinet ABERGEL et Associés, conseil de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 24.05.2016** L'expert envoie par courrier électronique une note de synthèse de la première réunion du 17 mai 2016 (annexée à ce rapport).
- Le 09.06.2016** Maître Frédéric PELTIER envoie des pièces à l'expert pour le compte d'ALTAMIR
- Le 10.06.2016** Maître Guillaume-Denis FAURE envoie des pièces à l'expert et un « verbatim » de la note de synthèse de la réunion du 17 mai 2016 (annexé à ce rapport) pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 10.06.2016** Maître Dominique STUCKI envoie un complément de « verbatim » de la note de synthèse de la réunion du 17 mai 2016 (annexé à ce rapport) pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT.

Le 21.06.2016 Maître Guillaume-Denis FAURE envoie un **Dire n°1** et des pièces à l'expert pour le compte de la société MONETA ASSET MANAGEMENT.

Le 21.06.2016 Seconde réunion d'expertise au 8 rue de l'Alboni à Paris.
Étaient présents :

- Maître Philippe GINESTIE, avocat d'ALTAMIR
- Maître Frédéric PELTIER, avocat d'ALTAMIR
- Maître Rudy LENTINI, avocat d'ALTAMIR
- Maître Marine MONTECLER avocat d'ALTAMIR
- Maître Guillaume-Denis FAURE, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Maître Dominique STUCKI, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Maître Chloé SZCZUPAK, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Maurice TCHENIO, ALTAMIR
- Monsieur Romain BURNAND, MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Andrzej KAWALEC, MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Thomas PERROTIN, MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Romain LOBSTEIN, cabinet ABERGEL et Associés, conseil de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Didier KLING, cabinet KLING et Associés, conseil d'ALTAMIR
- Madame Anne NOUQUATI, cabinet KLING et Associés, conseil d'ALTAMIR

Le 09.07.2016 L'expert envoie par courrier électronique une note de synthèse de la seconde réunion du 21 juin 2016 (annexée à ce rapport).

Le 11.07.2016 Maître Guillaume-Denis FAURE envoie un **Dire n°2** et des pièces à l'expert pour le compte de la société MONETA ASSET MANAGEMENT

Le 11.07.2016 Maître Frédéric PELTIER envoie un **Dire n°1** et des pièces à l'expert pour le compte de la société ALTAMIR

Le 13.07.2016 Maître Philippe GINESTIE envoie un **Dire n°2** pour le compte de la société ALTAMIR

Le 18.07.2016 Troisième réunion d'expertise au 8 rue de l'Alboni à Paris.
Étaient présents :

- Maître Philippe GINESTIE, avocat d'ALTAMIR
- Maître Frédéric PELTIER, avocat d'ALTAMIR
- Maître Rudy LENTINI, avocat d'ALTAMIR
- Maître Marine MONTECLER avocat d'ALTAMIR
- Maître Guillaume-Denis FAURE, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Maître Dominique STUCKI, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Maître Mathilde LEFRANC-BARTHE, avocat de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Maurice TCHENIO, ALTAMIR
- Madame Monique COHEN, ALTAMIR
- Monsieur Romain BURNAND, MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Andrzej KAWALEC, MONETA ASSET MANAGEMENT
- Monsieur Thomas PERROTIN, MONETA ASSET MANAGEMENT

- Monsieur Romain LOBSTEIN, cabinet ABERGEL et Associés, conseil de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Didier KLING, cabinet KLING et Associés, conseil d'ALTAMIR
- Le 28.07.2016** L'expert envoie par courrier électronique une note de synthèse de la troisième réunion du 18 juillet 2016 (annexée à ce rapport).
- Le 21.09.2016** Maître Guillaume-Denis FAURE envoie un **Dire n°3** et des pièces à l'expert pour le compte de la société MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 06.10.2016** L'expert fixe un délai de production de Dires aux Parties pour la prochaine réunion du 2 novembre 2016.
- Le 10.10.2016** L'expert sollicite un délai et une consignation sur honoraires complémentaires auprès du Tribunal
- Le 20.10.2016** Maîtres Philippe GINESTIE et Rudy LENTINI envoient un **Dire n°3** et des pièces pour le compte de la société ALTAMIR
- Le 02.11.2016** Quatrième réunion d'expertise au 4, rue de la Paix, 75002 Paris. Étaient présents :
- Maître Philippe GINESTIE, Maître Rudy LENTINI et Maître Marine de MONTECLER, avocats d'ALTAMIR
 - Maître Guillaume-Denis FAURE, Maître Dominique STUCKI, Maître Sylvain CLAVE et Maître Mathilde LEFRANC-BARTHE, avocats de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Maurice TCHENIO, société ALTAMIR
 - Monsieur Romain BURNAND, Monsieur Andrzej KAWALEC et Monsieur Thomas PERROTIN, société MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Romain LOBSTEIN, cabinet ABERGEL et Associés, conseil de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Didier KLING et Madame Anne NOUQUATI, cabinet KLING et Associés, conseil d'ALTAMIR,
 - Monsieur Maurice NUSSEMBAUM, Madame Anne-Laure COURBET et Madame Léa BENHAMOU, du cabinet SORGEM EVALUATION, conseil d'ALTAMIR
 - Monsieur le Professeur Bertrand JACQUILLAT et Madame Catherine MEYER, société ASSOCIES EN FINANCE, conseil d'ALTAMIR.
- Le 20.11.2016** L'expert envoie par courrier électronique une note de synthèse de la quatrième réunion du 18 juillet 2016 (annexée à ce rapport).
- Le 16.12.2016** Maître Dominique STUCKI envoie à l'expert un « verbatim » sur la note de synthèse de la quatrième réunion d'expertise (annexé à ce rapport).
- Le 16.12.2016** Maîtres Guillaume-Denis FAURE et Mathilde LEFRANC-BARTHE envoient un **Dire n°4** et des pièces à l'expert pour le compte de la société MONETA ASSET MANAGEMENT

- Le 17.12.2016** Maîtres Philippe GINESTIE et Rudy LENTINI envoient à l'expert un **Dire n°4** et des pièces pour le compte d'ALTAMIR
- Le 05.01.2017** Maîtres Philippe GINESTIE et Frédéric PELTIER écrivent à l'expert pour formuler de la part d'ALTAMIR toutes réserves sur la prise en compte du Dire n°4 déposé par MONETA ASSET MANAGEMENT le 16 décembre 2016.
- Le 09.01.2017** Cinquième réunion d'expertise au 4, rue de la Paix, 75002 Paris.
Étaient présents :
- Maître Frédéric PELTIER, Maître Philippe GINESTIE, Maître Rudy LENTINI, et Maître Marine de MONTECLER, avocats d'ALTAMIR
 - Maître Guillaume-Denis FAURE, Maître Dominique STUCKI, Maître Sylvain CLAVE et Maître Mathilde LEFRANC-BARTHE, avocats de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Maurice TCHENIO, société ALTAMIR
 - Monsieur Romain BURNAND, Monsieur Andrzej KAWALEC et Monsieur Thomas PERROTIN, société MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Romain LOBSTEIN et Monsieur Henry DELCUP, cabinet ABERGEL et Associés, conseil de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Pierre-Henri LEROY, cabinet PROXINVEST, conseil de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Au cours de la réunion, la société ALTAMIR a transmis aux participants un support écrit concernant la présentation de M. TCHENIO en réponse aux arguments de MONETA.
- Le 12.01.2017** Maître Guillaume-Denis FAURE envoie à l'expert un **Dire n°5** pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 25.01.2017** Maître Marine de MONTECLER envoie à l'expert un **Dire n°5** pour le compte d'ALTAMIR
- Le 27.01.2017** Maître Rudy LENTINI envoie à l'expert un e-mail et des pièces pour le compte d'ALTAMIR
- Le 30.01.2017** L'expert envoie par courrier électronique une note de synthèse de la cinquième réunion du 9 janvier 2017 (annexée à ce rapport).
- Le 02.02.2017** Maître Guillaume-Denis FAURE envoie un e-mail à l'expert sollicitant un délai au 17 février 2017 pour la production des pièces demandées
- Le 04.02.2017** L'expert prolonge le délai de production de pièces au 17 février 2017

- Le 17.02.2017** Maître Rudy LENTINI envoie un e-mail à l'expert sollicitant un nouveau délai pour la production des pièces demandées
- Le 17.02.2017** L'expert prolonge le délai de production de pièces au 28 février 2017
- Le 28.02.2017** Maître Rudy LENTINI envoie un e-mail et des pièces à l'expert
- Le 28.02.2017** Maîtres Dominique STUCKI et Sylvain CLAVE envoient un **Dire n°6** pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 14.03.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE et Mathilde LEFRANC-BARTHE envoient un **Dire n°7** pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT, comprenant une demande de report de la date de remise des Dires récapitulatifs
- Le 17.03.2017** Maître Marine de MONTECLER envoie un e-mail à l'expert pour le compte d'ALTAMIR
- Le 29.03.2017** Maître Guillaume-Denis FAURE écrit à l'expert pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 02.04.2017** L'expert envoie un e-mail aux Parties concernant les pièces non produites à l'expertise en fixant un délai pour leur production au 27 avril 2017
- Le 05.04.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE envoie un e-mail à l'expert
- Le 20.04.2017** Maître Marine de MONTECLER envoie un **Dire n°6** pour le compte d'ALTAMIR
- Le 04.05.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE et Mathilde LEFRANC-BARTHE envoient un **Dire n°8** pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 16.05.2017** Maître Rudy LENTINI envoie les Dires **n°7 et n°8** avec des pièces à l'expert pour le compte d'ALTAMIR
- Le 23.05.2017** L'expert sollicite un délai complémentaire auprès du Tribunal
- Le 24.05.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE et Mathilde LEFRANC-BARTHE envoient un **Dire n°9** et des pièces pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 24.05.2017** L'expert fixe un délai de production de Dires récapitulatifs aux Parties au 12 juin 2017
- Le 12.06.2017** Maîtres Dominique STUCKI et Sylvain CLAVE envoient à l'expert un **Dire récapitulatif** et une pièce à l'expert pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

- Le 13.06.2017** Maître Rudy LENTINI envoie à l'expert un **Dire récapitulatif** et des pièces à l'expert pour le compte d'ALTAMIR
- Le 13.06.2017** Ordonnance de prolongation de délai pour le dépôt du rapport d'expertise jusqu'au 30 septembre 2017
- Le 28.06.2017** L'expert envoie une question à l'AMF concernant les exigences réglementaires de présentation de rémunération du Président du Conseil d'Administration d'un gérant personne morale d'une société cotée en France.
- Le 31.07.2017** L'expert envoie un pré-rapport aux Conseils des Parties.
- Le 04.09.2017** L'expert envoie aux Parties la réponse obtenue de l'AMF.
- Le 14.09.2017** Maître Rudy LENTINI envoie à l'expert un e-mail et des pièces pour le compte d'ALTAMIR.
- Le 23.09.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE envoie un e-mail à l'expert afin d'obtenir de la société ALTAMIR la production de pièces complémentaires.
- Le 29.09.2017** Maître Marine de MONTECLER envoie un **Dire récapitulatif n°2** et des pièces pour le compte d'ALTAMIR.
- Le 30.09.2017** Maîtres Dominique STUCKI et Sylvain CLAVE envoient un **Dire n°10 d'observations sur le pré-rapport** et des pièces pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 13.10.2017** Maître Rudy LENTINI envoie à l'expert un e-mail pour le compte d'ALTAMIR au sujet du TRI cumulé d'ALTAMIR.
- Le 16.10.2017** Maître Guillaume-Denis FAURE envoie un e-mail à l'expert pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT en réponse à l'e-mail de Maître Rudy LENTINI.
- Le 27.10.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE et Mathilde LEFRANC-BARTHE envoient un e-mail et des pièces à l'expert pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT, notamment une « **Note en réponse au Dire récapitulatif n°2 d'ALTAMIR** » de Maître Dominique STUCKI.
- Le 30.10.2017** L'expert envoie une Note aux Parties.
- Le 02.11.2017** Maître Guillaume-Denis FAURE envoie un e-mail à l'expert pour solliciter une nouvelle réunion d'expertise.

- Le 04.12.2017** Après plusieurs échanges, l'expert confirme la tenue d'une réunion le 19 décembre 2017 à 14h30.
- Le 14.12.2017** Maître Rudy LENTINI envoie à l'expert un e-mail argumenté et des pièces pour le compte d'ALTAMIR.
- Le 15.12.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE envoie un e-mail argumenté à l'expert pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- Le 18.12.2017** Maître Rudy LENTINI envoie à l'expert un e-mail argumenté pour le compte d'ALTAMIR.
- Le 19.12.2017** Sixième réunion d'expertise au 4, rue de la Paix, 75002 Paris.
Étaient présents :
- Maître Frédéric PELTIER, Maître Philippe GINESTIE et Maître Rudy LENTINI, avocats d'ALTAMIR
 - Maître Guillaume-Denis FAURE, Maître Dominique STUCKI, Maître Sylvain CLAVE et Maître Mathilde LEFRANC-BARTHE, avocats de MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Monsieur Maurice TCHENIO, société ALTAMIR
 - Monsieur Romain BURNAND, Monsieur Andrzej KAWALEC et Monsieur Thomas PERROTIN, société MONETA ASSET MANAGEMENT
 - Madame Colette NEUVILLE, ADAM (Association de Défense des Actionnaires Minoritaires).
- Le 22.12.2017** L'expert sollicite un délai auprès du tribunal pour la remise de son rapport
- Le 26.12.2017** Maîtres Guillaume-Denis FAURE et Mathilde LEFRANC-BARTHE envoient un **Dire** à l'expert pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT.
- Le 15.01.2018** Maître Marine de MONTECLER envoie un **Dire n°9** et des annexes pour le compte d'ALTAMIR.
- Le 18.01.2018** Maîtres Guillaume-Denis FAURE envoie des commentaires à l'expert et une communication de MONETA ASSET MANAGEMENT en réponse au Dire n° 9 d'ALTAMIR.
- Le 23.01.2018** Maître Rudy LENTINI envoie un **Dire n°10** et des annexes pour le compte d'ALTAMIR.
- Le 09.02.2018** L'expert remet son rapport au Tribunal de Commerce de Paris et aux Parties

2. RAPPEL DES FAITS ET PRESENTATION DES SOCIETES

La société de gestion MONETA détient en avril 2015 une participation de 9,45% dans le capital d'ALTAMIR, société cotée de « private equity ».

La société ALTAMIR considère qu'une note intitulée « Note sur les frais généraux d'ALTAMIR », publiée sur le site internet de la société MONETA en version projet le 15 avril 2015 puis en version définitive le 17 avril 2015, quelques jours avant l'Assemblée générale des actionnaires de la société ALTAMIR, a contribué à une baisse significative de son cours de bourse et lui a porté un grave préjudice.

La société ALTAMIR a assigné en référé le 23 octobre 2015 la société MONETA ASSET MANAGEMENT après avoir confié une mission d'expertise à Monsieur Didier KLING, qui indique que la contre-performance boursière manifeste d'ALTAMIR à partir du 17 avril 2015 trouve son origine dans les informations trompeuses diffusées par la note de la société MONETA.

La société MONETA a confié en réplique au cabinet ABERGEL une mission d'expertise pour l'appréciation du préjudice financier allégué par ALTAMIR. Ce dernier conteste les conclusions présentées par ALTAMIR.

Face aux conclusions contradictoires des expertises diligentées par les Parties, le Tribunal de Commerce de Paris a ordonné une expertise judiciaire en référé.

2.1. SOCIETES ALTAMIR ET ALTAMIR GERANCE

Les informations ci-dessous ont été collectées sur le site internet de la société ALTAMIR et sur son Document de référence 2015.

ALTAMIR est une société de « private equity » cotée sur Euronext Paris avec plus de 650 millions d'actifs sous gestion. Le métier du private equity consiste à investir dans des sociétés non cotées, généralement dans le but de développer leur activité et/ou d'améliorer leur performance.

La cotation en bourse d'ALTAMIR est négociée de la même manière que les actions d'autres sociétés industrielles et financières cotées et peut différer de la valeur de ses sous-jacents.



Aperçu du cours de bourse et des volumes échangés pour ALTAMIR sur les 12 dernières années et focus sur le 17 avril 2015, date de publication de la note de MONETA

Actionnariat et Gérance d'ALTAMIR

ALTAMIR est une Société en Commandite par Actions avec deux catégories d'associés :

- Un Associé Commandité, indéfiniment responsable du passif social, et dont les droits ne sont pas librement cessibles. Lui seul nomme et révoque le gérant qui dirige la Société.

L'associé commandité et la gérance d'ALTAMIR SCA sont la société ALTAMIR GERANCE, présidée par M. TCHENIO. Ce dernier a également co-fondé en 1972 la société d'investissement APAX PARTNERS.

Le Gérant dispose des pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de la société et se fait assister par la société APAX PARTNERS SAS, dont M. TCHENIO est PDG, comme « société de conseil en investissement » pour conseiller ALTAMIR pour ses investissements et désinvestissements, régie par un contrat de conseil en investissement et une charte de co-investissement. APAX PARTNER SAS est détenue à 66% par Amboise SNC, dont le président est M.TCHENIO.

- Des Actionnaires (ou associés commanditaires), dont la responsabilité est limitée au montant de leurs apports et dont les droits sont représentés par des actions librement négociables. Ces actionnaires se répartissent eux-mêmes en deux catégories :
 - Les titulaires d'actions ordinaires, qui bénéficient des droits d'élire le Conseil de Surveillance (dont la fonction est de contrôler la gérance de la Société) et de recevoir un dividende annuel. La société MONETA est titulaire d'actions ordinaires d'ALTAMIR.
 - Les titulaires d'actions de préférence (actions B, qui n'ont pas de droit de vote).

M.TCHENIO détient indirectement environ 27% des actions ordinaires d'ALTAMIR par l'intermédiaire d'AMBOISE SNC et d'APAX PARTNERS SA, ainsi que des actions B lui permettant de bénéficier d'un dividende prioritaire.

Le Document de référence précise qu'au 31 décembre 2015, les sociétés Amboise SNC (détenue à 100% par M.TCHENIO et sa famille) et APAX PARTNERS SA détiennent 26,97% du capital d'ALTAMIR. Parmi les autres actionnaires, la société MONETA ASSET MANAGEMENT détient 9,45% d'ALTAMIR et la société SEB ASSET MANAGEMENT détient 5,02% du capital.

Relations avec APAX PARTNERS

La société APAX PARTNERS a été fondée en 1972 par M. TCHENIO en France et Ronald COHEN en Angleterre, qui se sont ensuite associés avec Alan PATRICOFF aux Etats-Unis en 1976. Au début des années 2000, les diverses entités nationales, à l'exception de la France, se sont regroupées dans une seule société de gestion, APAX PARTNERS LLP. L'entité française a choisi de conserver un positionnement mid-market et de rester indépendante.

Dans le cadre du plan de succession qui a conduit M. TCHENIO à transmettre fin 2010 les rênes d'APAX PARTNERS France à ses associés, la société de gestion APAX PARTNERS MIDMARKET SAS a été créée, Présidée en 2015 par Eddie MISRAHI, également membre du conseil d'administration d'ALTAMIR GERANCE.

En 2015, trois entités juridiques distinctes opèrent sous la marque ApaxPartners, sans liens capitalistiques entre elles :

- APAX PARTNERS SA (PDG Maurice TCHENIO), société de gestion de fonds (dernière levée en 2006 avec Apax France VII) et conseil en investissement de la société ALTAMIR depuis sa création en 1995;
- APAX PARTNERS MIDMARKET SAS, société de gestion de fonds en Europe Francophone (levée de fonds en 2011 avec Apax France VIII et suivants) et conseil en investissement de la société APAX PARTNERS SA ;
- APAX PARTNERS LLP, société de gestion à l'international.

2.2. SOCIETE MONETA ASSET MANAGEMENT

MONETA ASSET MANAGEMENT (« MONETA ») est une société de gestion agréée par l'AMF créée en 2003 et dirigée par MM.Romain BURNAND et Patrice COURTY. Son capital est détenu par ses dirigeants et salariés.

La gestion d'actifs financiers consiste à gérer les capitaux confiés par ses clients investisseurs pour en tirer le meilleur rendement possible en fonction du risque choisi, au travers de trois OPCVM pour un encours sous gestion de l'ordre de 3 milliards d'euros.

La société investit en actions majoritairement françaises ou européennes.

MONETA est entrée au capital d'ALTAMIR en 2003 via ses fonds MONETA Micro Entreprise et MONETA Multi Caps. En avril 2009, MONETA a franchi le seuil des 6% à la hausse avec 1 847 166 actions détenues. Au 30 mars 2012, cette détention est passée à 3 562 214 actions représentant 9,76% du capital et des droits de vote d'ALTAMIR et s'est stabilisée entre 9% et 10%.

3. AVIS DE L'EXPERT SUR LES FRAIS DE GESTION DE LA SOCIETE ALTAMIR PAR RAPPORT AUX SOCIETES COMPARABLES

3.1. CONTENU DE LA NOTE DE MONETA DES 15 ET 17 AVRIL 2015

La note de MONETA publiée en version provisoire le 15 avril 2015 puis en version définitive le 17 avril 2015 est axée autour des différents frais supportés par la société ALTAMIR, en étudiant séparément le carried interest (prime à la performance versée aux actionnaires porteurs d'actions B, c'est-à-dire liées aux détentions de parts de M.TCHENIO).

Les frais de gestion (hors carried interest) sont constitués de trois postes, identifiables dans les documents de référence d'ALTAMIR :

- Des honoraires fixes de la Gérance ALTAMIR GERANCE, définis en article 17 des Statuts (soit environ 2% HT des fonds propres de la société) ;
- Des autres honoraires et frais (dont frais administratifs, de comptabilité, légaux, liés aux transactions qui n'ont pas abouti, etc...)
- Des frais indirects (frais facturés par APAX PARTNERS MIDMARKET et APAX LP au niveau des fonds Apax VIII B et Apax VIII LP dans lesquels ALTAMIR investit).

La note de MONETA somme ces différents frais et les ramène à un pourcentage de l'Actif Net Réévalué (ANR moyen calculé pour 50% sur l'ANR de l'année et pour 50% sur l'ANR de l'année précédente).

Le rapport conclut d'une part à une « hausse très significative à partir de 2011 » de ces frais : « D'un niveau moyen de 2,2% de l'ANR entre 2007 et 2010 [...], ils s'élèvent en moyenne à 3,1% depuis 2011. Cette hausse résulte en particulier des frais liés aux engagements dans les fonds Apax VIII B et Apax VIII LP et de l'augmentation des frais administratifs facturés à la société au travers de conventions règlementées ou de contrats de services. »

La note de MONETA affirme également que, ramenés au montant de l'ANR, le niveau des frais de gestion d'ALTAMIR est nettement supérieur à ceux de trois sociétés cotées en Europe comparables à ALTAMIR : HG Capital, Dunedin et Oakley. « 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 ». »

Sur la période 2011-2014, MONETA calcule pour ALTAMIR un ratio de frais de gestion (hors carried interest) sur l'ANR moyen de 3,1%, contre 2,4% pour HGC Capital, 2,2% pour Dunedin et 2,6 % pour Oakley.

Enfin, concernant le calcul du « carried interest » (prime à la performance aux dirigeants fixée pour ALTAMIR comme pour les trois sociétés comparables à 20% du résultat net des frais de gestions), MONETA indique que l'absence de « hurdle rate » (niveau minimum de performance nette à atteindre pour déclencher le paiement de cette prime à compter du premier euro de performance) sur la société ALTAMIR est moins favorable aux actionnaires que pour les trois sociétés comparables, qui disposent toutes d'un « hurdle rate », généralement fixé à 8% de performance.

La conclusion de la note se fait en ces termes :

Ainsi chacune des composantes des frais de gestion et de performance d'Altamir est plus élevée que celle des comparables.

C'est pourtant l'inverse qui serait justifié : Altamir a été beaucoup moins performant que ses comparables et sa taille dans la fourchette haute de ces derniers aurait dû permettre de faire bénéficier aux actionnaires de ce fonds coté d'économies d'échelle, à défaut de performance :

	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%	

(*) y compris dividende

Sources : sociétés, et calculs Moneta pour le TRI d'Altamir

3.2. POSITION D'ALTAMIR ET ALTAMIR GERANCE

Pour les sociétés ALTAMIR et ALTAMIR GERANCE, la note de MONETA est dénigrante sur le plan des frais de gestion, mais également sur le plan de la performance du fonds, qui est la principale attente des actionnaires.

Dans son rapport du 15 octobre 2015, M. KLING conclut, au sujet de la Note de MONETA des 15 et 17 avril 2015, que :

- La comparaison avec trois sociétés du secteur sur un total de 80 références utilisables est délibérée afin d'orienter le résultat de l'étude de MONETA ;
- L'analyse comparative 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 sont entachées d'incohérences méthodologiques non conformes aux règles de l'art : la période de référence utilisée pour la comparaison des sociétés n'est pas homogène, le ratio des frais de gestion est calculé sur la base de l'ANR, ce qui ne semble pas correspondre aux usages de la place, enfin, le niveau d'information disponible pour comparer les frais de gestion entre les différentes sociétés est assez hétérogène ; la société ALTAMIR publiant le montant de ses frais directs et indirects de gestion, ce qui n'est pas le cas de toutes les sociétés comparables.

M. KLING a conduit sa propre analyse comparative et aboutit à des conclusions contraires à celles de MONETA, à savoir qu'ALTAMIR est efficiente en matière de coûts, mais également, elle est plus performante (sur la base du Taux de Rentabilité Interne (TRI) de l'Actif net réévalué (ANR) par action mais aussi du 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) que la moyenne de l'échantillon choisi par MONETA.

Dans un exposé de M. TCHENIO du 21 juin 2016, ce dernier réfute la sous-performance de la société ALTAMIR par rapport aux sociétés comparables, en reprenant les comparables de la note de MONETA et en élargissant le panel, en précisant qu'ALTAMIR est efficiente en frais de gestion et que la structure de carried interests n'est pas plus défavorable chez ALTAMIR que dans les autres sociétés. Il conclut sur une bonne performance d'ALTAMIR par rapport à tous les comparables, sauf avec Hg Capital Trust sur 10 ans. Pour Monsieur M. TCHENIO, la performance est le cœur de l'activité et de la réputation d'ALTAMIR, qui a été entachée par la note de MONETA.

Pour les frais de gestion, supposés être 30% plus chers chez ALTAMIR que chez les sociétés comparables, M. TCHENIO analyse les différents rapports de M. KLING et de MONETA et apporte des corrections sur des montants qui n'auraient pas été correctement intégrés. Il en conclut que sur les trois comparables proposés par MONETA, seul Hg Capital aurait des frais un peu moins élevés qu'ALTAMIR, ce dernier bénéficiant de tarifs dégressifs sur les fonds investis et une absence d'impact de la TVA sur les frais.

L'évolution des coûts de gestion est fonction du dénominateur choisi. Pour ALTAMIR, le dénominateur à retenir est celui du volume des capitaux souscrits, qui permet de garder un ratio stable dans le temps.

3.3. POSITION DE MONETA ASSET MANAGEMENT

Lors de la procédure d'expertise, MONETA a indiqué que sa note des 15 et 17 avril 2015 avait pour effet de présenter une contradiction apparente entre la communication aux actionnaires (absence de double facturation des honoraires de gestion lors de la nouvelle organisation conduisant ALTAMIR à investir directement dans le FCPR Apax France VIII) et l'augmentation des frais de gestion à compter de 2011, résultant en particulier des frais auprès d'APAX Partners Mid Markets et APAX Partners LLP liés aux engagements dans les fonds Apax VIIIB et Apax VIII LP.

Bien qu'il s'agisse de deux types de frais différents, la société MONETA s'étonne de l'absence de conditions préférentielles économiques pour la société ALTAMIR en 2009, alors que cette société faisait office de sponsor lors de l'importante levée de fonds d'APAX PARTNERS en cette période difficile sur le marché de l'investissement.

Dans son Dire récapitulatif, la société MONETA ne compare plus les frais de gestion d'ALTAMIR à ceux d'autres sociétés mais s'attache principalement à montrer la redondance entre la rémunération proportionnelle annuelle de la gérance et du Conseil en Investissement de 2% des fonds propres, qui couvrent statutairement les « *frais administratifs et de bureaux nécessaires à la gestion de la société, les frais d'intervention de la société de conseil en investissement et de tous autres conseils en investissement, ainsi que tous ceux de recherche et de suivi des investissements réalisés par la société* » et la convention règlementée de 2012 proposée par la Gérance, rejetée en Assemblée le 18 avril 2013, avant la conclusion d'une nouvelle convention classée courante avec un objet identique le 9 juillet 2013.

3.4. ANALYSE DE L'EXPERT

3.4.1. Choix des comparables retenus par la note de MONETA

Les trois sociétés retenues par MONETA comme comparables, HgCapital Trust, Oakly Capital Investments Ltd et Dunedin Enterprise Trust sont des sociétés de « private equity » cotées à Londres.

Le rapport de M. KLING rejette le choix comme référentiel des sociétés HgCapital Trust, Oakley et Dunedin dans la mesure où ces sociétés investissent à titre principal dans des fonds d'un gérant unique externe, ce qui ne serait pas le cas selon lui pour ALTAMIR. Ce critère de choix nous semble cependant pertinent dans la mesure où les premiers investissements d'ALTAMIR étaient acquis directement en co-investissement avec APAX, avant de procéder à des investissements dans des fonds dédiés APAX.

Le rapport du professeur JACQUILLAT souligne que le choix de la société Oakley est moins pertinent dans la mesure où la société a son siège social aux Bermudes, sur un marché régulé mais non réglementé. Nous notons pour notre part que cette société ne peut pas être comparée sur un horizon 10 ans (société cotée en 2007).

Pour sa part, la société Dunedin a une capitalisation boursière nettement plus faible qu'ALTAMIR.

ALTAMIR propose de comparer sa performance à l'indice Morningstar Private Equity au 31 décembre 2014 comprenant 19 sociétés. Nous n'avons pas obtenu le détail de la performance de cet indice ni sa composition exacte (il semble contenir les fonds HgCapital Trust et Dunedin mais pas ALTAMIR selon l'annexe 13 du rapport de M. KLING).

Nouveaux éléments et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

La société ALTAMIR nous a fait parvenir, le 14 septembre 2017, une présentation de la banque ROTHSCHILD au Conseil de Surveillance d'ALTAMIR du 5 mars 2013.

Dans ce document, la revue de la performance d'ALTAMIR se fait par comparaison avec un groupe de comparables constitué de 9 sociétés. Les critères examinés pour la définition des comparables sont les suivants :

- Décote sur Actif Net Réévalué inférieure à la moyenne ;
- Total Shareholder Return (TSR : taux de rentabilité intégrant dividendes et plus-value) sur 10 ans supérieur à la moyenne ;
- Statut de moyenne capitalisation.

Sur cette base, l'étude ROTHSCCHILD sélectionne 9 comparables constitué des sociétés HgCapital, Deutsche Beteiligungs, Wendel, Eurazo, SVG Capital, Electra Private Equity, Pantheon Int, HarbouVest et Graphite Enterprise.

Dans son Dire récapitulatif n°2, ALTAMIR demande à l'expert de préciser que le panel de 3 sociétés retenu par MONETA dans sa Note aurait non seulement pu, mais qu'il aurait dû être élargi, car il n'est pas significatif faute d'homogénéité et de congruence avec ALTAMIR.

Avis de l'expert :

Parmi les trois véhicules cotés de capital-investissement retenus par MONETA ASSET MANAGEMENT dans sa Note des 15 et 17 avril 2015, HgCapital présente le plus fort caractère comparable, pendant que Oakley Investment Limited et Dunedin restent des comparables acceptables.

Dans une analyse complète, le panel aurait cependant dû être élargi à d'autres sociétés, prises parmi celles constitutives de l'indice LPX Europe (sociétés de private equity, dont ALTAMIR, cotées en Europe) et plus restrictivement parmi celles retenues comme comparables par la Banque Rothschild.

3.4.2. Sur le niveau de frais de gestion d'ALTAMIR

La note de MONETA présente un tableau de frais de gestion hors « carried interest » de 2007 à 2014 mettant en relief une augmentation des frais dans le temps pour laquelle MONETA propose une explication. Dans un second temps, MONETA compare ces frais à ceux de trois autres sociétés, ce qui ferait apparaître un écart de 30% au-dessus de la moyenne pour la période 2011-2014.

Frais de gestion supportés par ALTAMIR

La société ALTAMIR n'a pas de salariés. Elle détient des fonds, gérés par ALTAMIR Gérance, qui n'a pas de salariés et s'appuie sur le contrat de Conseil en Investissement conclu entre ALTAMIR et APAX PARTNER SA.

L'article 17 des statuts d'ALTAMIR définit les frais de rémunération de la gérance :

- La rémunération de la Gérance (ALTAMIR GERANCE) couvre les frais administratifs et de bureaux nécessaires à la gestion de la société, les frais d'intervention de la Société de Conseil en Investissement (APAX Partners SA) et de tous autres conseils en investissement, ainsi que tous ceux de recherche et de suivi des investissements réalisés par la société. Elle se fait sur la base de 1% hors taxes par semestre du montant le plus élevé entre le capital social augmenté des primes d'émission du semestre précédent et les capitaux propres du semestre précédant avant répartition du résultat. Les montants des autres honoraires, jetons de présence et autres commissions perçues par la Gérance ou par la Société de Conseil en Investissement dans le cadre de transactions concernant les actifs de la société et ceux versés par les sociétés du portefeuille viennent en déduction de la rémunération de la Gérance. Les honoraires de gestion inclus dans la valeur nominale des parts détenues dans les fonds gérés par Apax France sont également déduits de la rémunération de la Gérance.
- Les honoraires et remboursements de frais provenant de la mise à disposition de personnel de Direction salarié, par la Société de Conseil en Investissement au profit de sociétés du portefeuille, ne sont pas déduits de la rémunération de la Gérance.

L'article 25 des Statuts d'ALTAMIR précise la répartition des bénéfices dont le « carried interest », c'est-à-dire l'intéressement des gestionnaires du fonds à la performance :

- La société verse à l'associé Commandité une somme égale à 2% du résultat retraité de l'exercice et aux titulaires d'actions B une somme égale à 18% du résultat retraité. Le résultat retraité correspond au résultat net de l'exercice diminué des produits financiers générés par des placements de trésorerie et plus-values de cession sur titres de placement ainsi que de la composante du résultat provenant de la participation détenue par ALTAMIR dans les fonds supportant des frais de gestion de toute entité de gestion APAX.
- Il est expressément précisé que les frais engagés par l'Associé Commandité dans l'intérêt de la société lui seront remboursés sur présentation de justificatifs et seront inclus dans les charges de la société.

Informations mise à disposition du public dans les documents de référence et comparaison avec les chiffres présentés dans la note de MONETA

Dans sa note, la société MONETA présente un tableau de chiffres sur la base d'informations issues des documents de références d'ALTAMIR jusqu'en 2014, en fournissant les tableaux issus du document de référence 2014 comme exemple.

L'évolution depuis 2007 du rapport entre les frais hors carried et l'ANR moyen de l'exercice (ANR de $n-1/2 + \text{ANR } n/2$) met en évidence une hausse très significative à partir de 2011 :

En millions d'euros	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Honoraires Altamir Gérance (nets)	4,0	4,6	6,1	7,4	5,8	8,0	8,5	8,4
Autres honoraires et frais	4,4	3,8	2,7	1,5	1,6	1,5	2,2	1,9
Frais directs	8,4	8,5	8,8	8,9	7,4	9,5	10,7	10,3
Apax VIII-B et VIII-LP					4,0	6,6	5,5	6,8
Frais indirects	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	6,6	5,5	6,8
Total des frais hors carried	8,4	8,5	8,8	8,9	11,4	16,1	16,2	17,1
ANR	448,7	357,8	402,7	423,1	441,8	491,8	542,6	585,8
ANR moyen	399,0	403,3	380,3	412,9	432,5	466,8	517,2	564,2
Total frais hors carried / ANR moyen	2,3%	2,1%	2,3%	2,2%	2,6%	3,4%	3,1%	3,0%
	moyenne 2007-2010				moyenne 2011-2014			
	2,2%				3,1%			

Nous avons vérifié la concordance des chiffres présentés TTC par MONETA avec les différents documents de référence d'ALTAMIR. La ligne relative aux honoraires Altamir Gérance (nets) regroupe également les honoraires du Conseil en Investissement et la TVA non récupérable d'ALTAMIR n'y est comptabilisée qu'à compter de 2010. L'affectation de la TVA en honoraires de gérance ou autres honoraires et frais n'a pas d'impact sur le montant total des frais hors carried.

Nous constatons ainsi une hausse du total en valeur des frais de gestion directs et indirects hors « carried interest » à compter de 2011, qu'il faut appréhender au regard de la progression de l'activité de la société.

La société ALTAMIR nous indique que le ratio du total de frais hors « carried interest » divisé par l'ANR moyen n'est pas pertinent pour une société de « capital equity » cotée.

Nous notons qu'en 2014, le document de référence d'ALTAMIR présentait ce même ratio en parallèle du ratio du total des frais (total charges et achats externes) sur le montant total des capitaux engagés et investis.

Le ratio retenu par MONETA dans sa note disparaît du document de référence d'ALTAMIR en 2015 au profit du ratio des seuls frais directs sur l'ANR.

NOTE 20 ACHATS ET AUTRES CHARGES EXTERNES TTC

Les achats et charges externes se décomposent comme suit :

(en euros)	31 décembre 2014	31 décembre 2013
Frais directs TTC (1)+(2) :	10 288 298	10 680 145
Honoraires Altamir Gérance (1)	8 428 335	8 526 019
Autres honoraires et frais (2)	1 859 963	2 154 126
Frais indirects TTC (3) :		
Apax VIII-B et Apax VIII LP (3)	6 814 793	5 494 192
TOTAL CHARGES ET ACHATS EXTERNES (A) = (1)+(2)+(3)	17 103 091	16 174 337
Investissement au coût historique	305 390 218	450 250 066
Engagement dans les fonds Apax	339 720 000	173 608 204
TOTAL CAPITAUX ENGAGÉS ET INVESTIS (B)	645 110 218	623 858 270
(A)/(B)	2,7 %	2,6 %
(A)/ANR	2,92 %	2,98 %

(1) Honoraires prélevés par le gérant et sociétés affiliées.

(2) Frais spécifique de la société cotée.

(3) Honoraires et frais de gestion des fonds dans lesquels la société investit.

Les honoraires et frais de gestion TTC ont représentés au 31 décembre 2014, 2,7 % des capitaux engagés et investis et 2,92 % de l'ANR.

Document de référence 2014

NOTE 19 Achats et autres charges externes TTC

Les achats et charges externes se décomposent comme suit :

(en euros)	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Frais directs TTC (1)	10 666 036	10 288 298	10 680 145
Honoraires de gestion Altamir Gérance HT	7 016 201	7 023 612	7 128 778
TVA non récupérable sur les honoraires de gestion Altamir Gérance	1 403 240	1 404 722	1 397 241
Autres honoraires et charges TTC	2 246 595	1 859 963	2 154 126
■ dont frais liés au portefeuille	227 792	144 588	216 728
■ dont refacturation prestations de services, administration & relations investisseurs	659 980	708 190	789 222
■ dont frais liés aux lignes de découvert	359 965	778 986	150 044
Frais indirects TTC	7 745 386	6 814 793	5 494 192
Honoraires de gestion Apax VIII-B et Apax VIII-LP	6 026 382	5 600 581	4 378 310
Autres frais Apax VIII-B et Apax VIII-LP	1 719 004	1 214 213	1 115 882
TOTAL CHARGES ET ACHATS EXTERNES (2)	18 411 423	17 103 091	16 174 337
Investissements aux coûts historiques	301 731 265	305 390 218	317 866 052
Engagements de souscription dans les fonds Apax	339 720 000	339 720 000	339 720 000
CAPITAUX SOUSCRITS ET INVESTIS	641 451 265	645 110 218	657 586 052
(1)/ ANR moyen	1,69 %	1,62 %	2,06 %
(2)/ Moyenne des capitaux souscrits et investis	2,86 %	2,63 %	2,56 %

Document de référence 2015

En ce qui concerne les ratios sur l'Actif Net Réévalué moyen, nous constatons un décrochage à la hausse en 2011, lors du changement de politique d'investissement d'ALTAMIR sur la base des coûts directs et indirects et dans une moindre mesure une baisse depuis 2011 sur la base des seuls coûts directs.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Frais directs	8,4	8,5	8,8	8,9	7,4	9,5	10,7	10,3
Frais indirects					4	6,6	5,5	6,8
Frais directs et indirects	8,4	8,5	8,8	8,9	11,4	16,1	16,2	17,1
ANR moyen	359	403,3	380,3	412,9	432,5	466,8	517,2	564,2
Frais directs et indirects / ANR moyen	2,3%	2,1%	2,3%	2,2%	2,6%	3,4%	3,1%	3,0%
Frais Directs/ANR moyen	2,3%	2,1%	2,3%	2,2%	1,7%	2,0%	2,1%	1,8%
Capitaux souscrits et investis	406	350	391	386	610	666	658	645
Frais totaux / capitaux souscrits et investis	2,1%	2,4%	2,3%	2,3%	1,9%	2,4%	2,5%	2,7%

Le montant des capitaux souscrits et investis correspond à la somme des capitaux souscrits dans les fonds (moyenne début d'exercice – fin d'exercice) avec le montant des investissements directs au prix de revient. Ce calcul nous a été fourni par ALTAMIR (également présenté dans son document de référence 2015 pour les exercices 2013 à 2015). Nous notons une baisse importante de ce ratio en 2011 lors du changement de politique d'investissement suivi dès 2012 d'un retour au niveau antérieur suivi d'une hausse régulière et modérée du ratio (2,9% en 2015).

Dans sa présentation du 12 juin 2017, M. TCHENIO nous présente une « baisse de 14% des honoraires quand l'ANR a progressé de 60% ». Il s'agit du ratio des honoraires de gestion et de Conseil en investissement HT sur le montant de l'ANR entre 2012 et 2016, c'est-à-dire une partie limitée des frais de gestion sans impact de la TVA non récupérable sur une période différente que celle retenue dans la Note de MONETA.

Dans la mesure où le ratio Frais directs et indirect sur ANR était utilisé par ALTAMIR au moment de la publication de la Note, nous estimons que son utilisation par MONETA pour mettre en relief l'accroissement des frais de gestion est acceptable et que l'allégation d'une hausse très significative à partir de 2011 est justifiée sur la base de ce ratio, même si l'utilisation d'un autre ratio modère l'augmentation constatée.

Principales variations des frais de gestion directs et indirects :

La lecture du document de référence 2015 de la société ALTAMIR montre que la société paie des honoraires bruts de 2% de sa situation nette sociale (9 850 209 € hors taxes en 2014) pour les prestations comprenant :

- Les frais administratifs et de bureaux nécessaires à la gestion de la société, les frais d'intervention d'Apax Partners et de tout autre conseil en investissement et les frais de recherche et de suivi des investissements réalisés par ALTAMIR. Ces honoraires représentent 7 016 21 € hors taxes en 2015 et 7 023 612 € en 2014, plus 1 404 722 € de TVA non récupérable soit 8 428 334 € TTC. Ils sont répartis à 95% pour Apax Partners SA et à 5% pour ALTAMIR Gérance ;
- Les honoraires de gestion directs supportés par ALTAMIR auprès d'Apax Partners SAS pour ses investissements au travers des fonds Apax France VIII-B et Apax VIII LP : produit de la valeur nominale des parts détenues par le taux annuel moyen TTC des honoraires de gestion de ces FCPI, soit des honoraires de 2 215 719 € HT pour Apax France VIII-B et de 181 568 € HT pour Apax VIII LP ;
- Les autres honoraires, jetons de présence et commissions perçus par le Gérant ou par la société Apax Partners SA dans le cadre de transactions concernant des actifs de la Société, soit 429 311 € en 2014.

En sus des honoraires de Gérance et de Conseil en Investissement, la société ALTAMIR rembourse à la Gérance les frais provenant de la mise à disposition de personnel par Apax Partners.

Le document de référence 2012 présente l'évolution et le contenu du contrat d'assistance comptable et assistance à la relation actionnaires et investisseurs :

- Depuis le 2 janvier 1996, un contrat d'assistance comptable a été mise en place entre Altamir Amboise (devenu ALTAMIR) et Apax Partners SNC (devenu Apax Partners France SAS) ;
- L'assistance comptable était refacturée à ALTAMIR pour 200 000 € HT depuis 2008 ;
- ALTAMIR a proposé à l'assemblée générale clôturant les comptes 2012 d'approuver deux nouvelles conventions entre Altamir Amboise (ALTAMIR) et Altamir Amboise Gérance (ALTAMIR Gérance) couvrant respectivement la comptabilité et la gestion comptable du portefeuille pour 180 000 € HT annuels et l'assistance à la relation actionnaires et investisseurs pour 465 000 € HT annuels (couvrant l'organisation des assemblées générales et conseils de surveillance, des documents règlementaires – rapports annuels et semestriels, document de référence, communiqués, réunions d'analystes, l'assistance à la relation investisseurs. Lors de l'Assemblée Générale du 18 avril 2013 la résolution sur les conventions règlementées n'a pas été adoptée.

- Un contrat de service a été signé le 9 juillet 2013 entre ALTAMIR et ALTAMIR Gérance couvrant la tenue de la comptabilité d'ALTAMIR, la gestion comptable du portefeuille, la direction financière et les relations actionnaires et investisseurs, présenté cette fois comme une convention courante. Le montant facturé s'est élevé à 708 190 € TTC pour l'année 2014.

La société MONETA s'insurge contre ces refacturations de frais, qui, selon elle, sont déjà inclus dans la rémunération de la Gérance et de la société Conseil en Investissement. Dans sa Note des 15 et 17 avril 2015, ces refacturations correspondent à « l'augmentation des frais administratifs facturés à la société au travers de conventions règlementées ou de contrat de services ».

Le contrat de service du 9 juillet 2013 nous a été communiqué. Il présente une liste de travaux qui nous semble appropriée dans le cadre de la bonne administration de la société ALTAMIR et dont le coût doit être supportée par elle : tenue de la comptabilité, communication financière, suivi de la trésorerie, relations externes incluant les actionnaires, coordination juridique, fiscalité, relation actionnaires et investisseurs avec pour objectif la réduction de la décote du cours de bourse par rapport à l'ANR et l'accroissement de la liquidité du titre ALTAMIR. Nous notons que certains de ces travaux sont en étroite connexion avec les honoraires proportionnels de 2% de la situation nette statutairement prévus pour la Gérance concernant les « *frais administratifs et de bureaux nécessaires à la gestion de la société, les frais d'intervention de la société de conseil en investissement et de tous autres conseils en investissement, ainsi que tous ceux de recherche et de suivi des investissements réalisés par la société* ».

De plus, la société MONETA considère qu'ALTAMIR n'a pas tiré les conséquences du rejet par l'Assemblée Générale du 18 avril 2013 de la résolution sur les conventions règlementées en signant ce nouveau contrat de service le 9 juillet 2013.

Concernant la refacturation des frais d'administration, M. TCHENIO indique que la convention du 9 juillet 2013 concerne la refacturation des frais d'administration, de comptabilité et de relations investisseurs pour un montant moyen de l'ordre de 700 000 € TTC en 2013, 2014 et 2015, ce qui représente environ 0,1% de l'ANR moyen.

Cette nouvelle convention est intervenue suite au recrutement d'une personne au poste de relations investisseurs mi 2012. La convention règlementée présentée avait pour objet une refacturation forfaitaire de 700 000 €. Après rejet de cette convention, la refacturation des frais s'est faite sur un montant similaire au temps passé sur une base de coûts réels, ce qui a conduit à qualifier la convention de courante. Selon M. TCHENIO, cette convention est une pratique de place, avec par exemple pour des sociétés comparables, le cas d'HG Capital Trust qui refacture 0,1% de son ANR pour la gestion administrative et comptable (honoraires de marketing – relation investisseurs en sus) et le groupe Partners Group refacture 0,05% par an sur le premier milliard de dollars d'actifs et 0,02% au-delà, avec en sus une convention de relation investisseur de 250 000 € + frais annexes.

Bien que peu significatifs en proportion de l'Actif Net Réévalué, nous constatons en effet une augmentation de ces frais refacturés à ALTAMIR en sus de la rémunération de la gérance ainsi que l'apparition d'une nouvelle catégorie de frais (assistance à la relation actionnaires et investisseurs). L'allégation d'« augmentation des frais administratifs facturés à la société au travers de conventions règlementées ou de contrat de services » nous paraît ainsi justifiée.

Toujours en sus des honoraires de Gérance et de Conseil en Investissement, la société ALTAMIR verse aux sociétés de gestion APAX Partners Midmarket et APAX Partners LLP des honoraires de gestion indirects pour ses investissements au travers des fonds Apax France VIII-B (2% TTC sur les capitaux souscrits pendant la période d'investissement, soit 2 215 719 € en 2014) et Apax VIII (1,5% TTC sur les capitaux souscrits pendant la période d'investissement soit 181 568 € en 2014).

La société MONETA a mis en relief ces coûts significatifs dans sa Note des 13 et 15 avril 2015 (de 4 à 6,8 millions d'euros entre 2011 et 2014), qui correspondent à des frais auprès de sociétés actuellement capitalistiquement indépendantes d'Apax Partners SAS et de M.TCHENIO, faite aux conditions de marché, de manière identique aux montants payés par tous les autres investisseurs. Ces frais indirects venant s'ajouter aux frais directs ont bien pour conséquence une augmentation en valeur absolue des frais de gestion directs et indirects de la société ALTAMIR ainsi que du ratio du total des frais sur l'ANR moyen. La société MONETA souhaite en particulier attirer l'attention sur l'absence de conditions préférentielles sur ces frais pour ALTAMIR et de l'impact significatif d'augmentation de frais liés à la nouvelle stratégie d'investissement dans les fonds dédiés gérés par Apax Partners Midmarket et Apax LLP.

De plus, la communication d'ALTAMIR auprès de ses actionnaires met en relief la neutralisation des honoraires de gestion par Apax Partner SAS, alors que les honoraires de gestion les plus significatifs sur les nouveaux fonds dédiés sont indirectement versés à Apax Partners Midmarket et Apax LLP sans décote.

Ces éléments nous conduisent à considérer comme justifiée l'allégation que la hausse des frais de gestion directs et indirects « résulte en particulier des frais liés au engagements dans les fonds Apax VIII B et Apax VIII LP ».

Comparaison avec des sociétés comparables :

Nous avons noté que le document de référence 2015 d'ALTAMIR, publié le 1^{er} avril 2016, répond à la Note de MONETA des 15 et 17 avril 2015 dans sa partie 1.3.2 « Coûts de gestion du Private Equity ». Il y est indiqué une non homogénéité des sociétés cotées de Private Equity dans leurs modes de fonctionnement, leurs processus d'investissement, le mode de rémunération des équipes de gestion et dans les règles comptables appliquées.

De plus, les sociétés cotées supportent des frais financiers et des impôts et taxes supplémentaires par rapport aux sociétés non cotées.

Le document de référence 2015 indique ainsi que « pour un actionnaire qui souhaite comparer les coûts totaux de gestion des diverses sociétés cotées, c'est aujourd'hui un exercice extrêmement difficile faute de transparence sur l'ensemble des coûts : Altamir étant comme indiqué ci-après une exception. Même la comparaison des coûts directs nécessite de bien comprendre la nature de l'activité exercée (investissements directs ou investissements au travers de fonds), le poids respectif de ces deux modes d'investissements et enfin les structures juridiques et les méthodes comptables utilisées. »

La société MONETA a choisi dans sa Note des 15 et 17 avril 2015 de présenter trois comparables : HgCapital Trust, Dunedin et Oakley Investments Limited. Comme exposé dans le rapport du cabinet Abergel du 12 novembre 2015, le positionnement d'ALTAMIR est singulier du fait que ses participations sont gérées par des sociétés de gestion Apax, et ce par opposition à son environnement concurrentiel principalement composé de fonds de fonds, lesquels investissent dans de nombreux fonds gérés par des équipes différentes.

Les différentes études produites par les Parties font apparaître des hypothèses palliant certaines informations non disponibles. Elles font apparaître les taux suivants de frais sur le montant de l'ANR :

	Note Moneta	Rapport Abergel	Rapport Kling	Rapport Kling corrigé par cabinet Abergel	Présentation M. Tchenio
Moyenne 2011-2014					
Altamir	3,10%	3,10%	3,05%		3,05%
HgCapital Trust	2,40%	2,30%	2,62%	2,49%	2,65% (absence d'impact de TVA)
Oakley Capital Investments	2,60%	2,30%	2,87%	2,53%	2,82% + report de coûts d'années antérieures
Dunedin Enterprise Trust	2,20%	3,30%	3,71%	2,84%	3,3% hors frais financiers, impôts et taxes
Moyenne des 3 sociétés	2,40%	2,63%	3,07%	2,62%	

Note : nous avons introduit dans ce tableau une colonne « Rapport KLING corrigé par le Cabinet ABERGEL » à la suite du Dire n° 10 d'observation sur le pré-rapport établi le 30 septembre 2017 par la société MONETA ASSET MANAGEMENT suite à la « Note à expert n°4 du cabinet Abergel », le principal retraitement apparaissant pour la société DUNEDIN où « *Monsieur KLING retient les frais financiers, alors qu'il s'agit de comparer les frais opérationnels des sociétés.* »

On constate qu'un calcul plus approfondi que celui réalisé par MONETA dans sa Note rapproche le ratio de frais d'ALTAMIR à celui des sociétés proposées. Il ressort ainsi que les frais supportés par la société ALTAMIR semblent plus élevés que pour les 3 sociétés citées dans la Note de MONETA, avec une comparabilité, une disponibilité de l'information et une taille de l'échantillon imparfaites.

La société ALTAMIR propose de retenir dans une étude « Analyse comparative des frais de fonctionnement des sociétés cotées de private equity » datée du 8 décembre 2016 un échantillon de dix sociétés sur la base des rapports annuels des années fiscales 2014 et 2015 : Altamir, Electra Private Equity, Harbourvest VPE, HG Capital Trust, ICG Enterprise, JPEL, Oakley CIL, Pantheon IP, Princess Private Equity, SL Capital Partners. Nous n'avons pas de commentaire sur le choix de l'échantillon dans la mesure où l'étendue de l'étude nous semble hors de propos : les frais comparés excluent les frais de gestion (de même que les coûts d'investissements non aboutis, les coûts financiers, les impôts et taxes, les coûts initiaux de création, les frais de lignes de crédit). Cela conduit à retenir pour ALTAMIR un montant de frais de fonctionnement de 633 K€ sur un total de frais directs de l'ordre de 10 millions d'euros et de frais directs et indirects de l'ordre de 17 millions d'euros.

De même, l'argument d'ALTAMIR concernant la comparaison des seuls frais d'administration, de comptabilité et de relations investisseurs refacturés à ALTAMIR pour environ 700 000 € TTC, soit 0,1 % de l'ANR moyen sur les exercices 2013, 2014 et 2015 avec la refacturation de la gestion comptable et administrative pour 0,1% de l'ANR chez HgCapital est hors de propos puisque le point soulevé par la Note de MONETA n'est pas le montant de ces honoraires mais leur redondance avec les frais de gestions facturés par ailleurs.

Nouveaux éléments et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

La société ALTAMIR nous a fait parvenir le 15 janvier 2018, trois slides datés du 15 avril 2013 correspondant à une présentation de la banque ROTHSCHILD intitulée « Analyse comparative des honoraires de gestion », qui compare les frais de gestion d'ALTAMIR AMBOISE sur les exercices 2009 à 2012 rapportés à l'ANR moyen sur l'exercice, avec 7 autres entreprises :

- 4 sociétés investissant en direct ou de manière hybride : HgCapital Trust, Deutsche Beteiligungs, Graphite Enterprise Trust, Electra Private Equity
- 3 sociétés investissant dans d'autres fonds (fonds de fonds) : SVG Capital, Pantheon International Participations, HarbourVest Global Private Equity.

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.		251	265	256	253	Entre 2,5% et 4,9% sur les 3 dernières années (2008-2012), y compris les autres charges			
Direct (8%) + Fonds de fonds (92%)	Graphite Enterprise Trust (M€)	6,0	4,8	5,3	6,5	359	333	364	402	1,7%	1,4%	1,4%	1,5%
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
* 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	18,1	14,6	14,8	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)

Ces analyses sont réalisées sur des périodes légèrement différentes que sur la période présentée dans la Note de MONETA, et avec des résultats différents pour le ratio des frais d'ALTAMIR et de HG Capital Trust. On retiendra de cette étude que les frais présentés par la banque ROTHSCHILD pour ALTAMIR sont complétifs par rapport au panel de fonds investissant en direct et plus élevés que les fonds de fonds.

Ces éléments nous conduisent à estimer que l'allégation présentée dans la Note de MONETA des 15 et 17 mars 2015 selon laquelle depuis 2011, les frais de gestion de trois sociétés comparables à ALTAMIR ont des frais de gestion hors carried rapportés à l'ANR stables et nettement inférieurs à ceux d'ALTAMIR est approximative.

Il apparaît que les frais supportés par ALTAMIR semblent effectivement supérieurs à ceux de HgCapital Trust, Oakley Capital Investments et Dunedin Entreprise Trust, mais avec des structures d'investissement, de coûts et de présentation imparfaitement comparables.

Même étendue à d'autres sociétés, ces comparaisons sont entachées d'approximations inhérentes aux différences de fonctionnement, de processus d'investissement, de mode de rémunération des équipes de gestion et des règles comptables appliquées entre les différentes sociétés.

3.4.3. Sur l'absence de « hurdle rate » préjudiciable aux actionnaires

Il est admis que les bonnes pratiques en capital-investissement conditionnent la rémunération du management à la performance, le « carried interest », à l'atteinte d'un niveau minimum de performance, le « hurdle rate », généralement fixé à 8%.

C'est le cas des sociétés choisies comme comparable dans la Note de MONETA comme pour la plupart des sociétés dans ce secteur, et c'est une attente des investisseurs.

Ce seuil de performance peut être calculé par véhicule d'investissement ou sur la performance globale de la société. Une fois déclenchée, la rémunération à la performance du management se calcule dès le premier euro de plus-value dégagée après déduction des frais.

La société ALTAMIR dispose d'un système de rémunération de l'associé commandité et des porteurs d'actions B de 20% du résultat annuel retraité. Lors de la rédaction de la note de MONETA, la société ALTAMIR n'avait pas mis en place de dispositif de seuil pour le déclenchement de la rémunération à la performance.

La société ALTAMIR a proposé lors de l'Assemblée Générale du 28 avril 2017 un « hurdle rate » de 8% pour les nouveaux investissements réalisés après 2011 auprès des fonds dédiés APAX France et APAX LP. Les investissements historiques directs effectués entre 2006 et 2011 réalisés avec APAX Partners SA ne disposent pas de ce dispositif.

La société ALTAMIR nous a indiqué que l'absence de « hurdle rate » pour les investissements historiques n'a pas pénalisé les actionnaires d'ALTAMIR pour avoir réalisé un Taux de Rendement Interne (TRI) suffisant. Elle a versé à ce titre un calcul certifié par son commissaire aux comptes de TRI brut sur la période 1996 à 2016 faisant apparaître une valeur de 15,8%. Comme le fait remarquer MONETA, nous ne disposons pas de calculs annuels permettant d'apprécier l'atteinte d'un TRI de 8% sur chaque année, qui, dans le cas de l'application d'un « hurdle rate », aurait permis de déclencher la rémunération à la performance. La présentation lissée sur 20 ans présentée par ALTAMIR ne permet en aucun cas de conclure à l'atteinte d'un taux annuel de 8%.

Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

Des discussions, rapportées en paragraphe 5.4.2, ont été échangées sur l'impact réel dans le passé de l'absence de hurdle rate pour le paiement du carried interest d'ALTAMIR. Les Parties ne se mettent pas d'accord sur le calcul du TRI de l'ANR servant de taux de déclenchement.

Dans sa note à Expert « *Observations sur certaines conclusions provisoires du pré-rapport du 31 juillet 2017 relatives aux frais de gestion d'ALTAMIR, à l'absence de « hurdle rate » d'ALTAMIR en 2015 et aux performances relatives d'ALTAMIR sur la base des données disponibles en avril 2015* », le cabinet ABERGEL & Associés rappelle que « les notions de seuil de performance minimale (« hurdle rate » exprimé en termes de taux de rendement interne « TRI » d'un portefeuille sous-jacent non coté et d'intéressement à la performance (« carried interest ») sont complexes, nécessitent de longs développements pour être clairement explicités, et n'apparaissent pleinement intelligible que pour des investisseurs avertis », ce qui explique selon lui l'absence de longs développements de la note de MONETA pour décrire de façon plus précise les mécanismes du hurdle rate, dans la mesure où l'investisseur averti aura compris la teneur de la Note même sans autres précisions.

Dans son Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport, la société MONETA ASSET MANAGEMENT nous demande de revoir la rédaction proposée selon laquelle la Note est « pertinente mais mal formulée » car, selon MONETA, « MONETA n'a jamais présenté l'absence de hurdle rate come « générant [automatiquement] des frais plus élevés pour la société que pour ses comparables ».

Réponse de l'expert :

Nous avons relu la Note de MONETA concernant le « hurdle rate », qui s'établit en ces termes :

2. Le mode de calcul du carried d'Altamir est le moins favorable aux actionnaires

Le montant du carried dépend bien sûr de la performance. Notre analyse portera ainsi sur son mode de calcul :

- Pour Altamir, les frais représentent 20% du résultat de l'année, c'est-à-dire à 20% des plus-values nettes dégagées après frais de gestion. Soit 20% de la performance nette, à partir du 1^{er} € gagné.
- Les comparables ne perçoivent une partie des plus-values qu'à partir d'un certain niveau de performance (« hurdle ») :

HGCapital	20% de carried, « hurdle » de 8%.
Dunedin	pourcentage de carried non indiqué, présence d'un « hurdle rate ».
Oakley	20% de carried, « hurdle » de 8%.

Cette Note, qui précise que le mode de calcul du « carried » (sans « hurdle rate ») est « le moins favorable aux actionnaires » avec « 20% de la performance nette, à partir du 1^{er} € gagné », laisse entendre selon nous que cette absence de « hurdle rate » génère des frais plus élevés pour la société que pour ses comparables.

L'adoption d'un « hurdle rate » (seuil de déclenchement) pour le paiement d'un « carried interest » (rémunération du management à la performance), est une bonne pratique de gouvernance que l'on retrouve souvent dans les sociétés d'Equity Capital. Nous estimons que l'allégation de MONETA, dans sa Note des 15 et 17 avril 2017 concernant le « mode de calcul du carried d'ALTAMIR », comme justifiée en tant que pratique de gouvernance mais mal formulée. L'absence de « hurdle » y est présentée comme générant des frais plus élevés pour la société que pour ses comparables sans préciser que ces frais ne sont plus élevés qu'en l'absence de performance suffisante de la société.

3.4.4. Sur la performance d'ALTAMIR par rapport à des sociétés comparables

Avant de s'attacher aux chiffres, il convient de préciser la période de comparaison et le référentiel de comparaison. Lors des discussions entre les Parties, il est apparu que les résultats des démonstrations sont très différents en fonction de ces choix, ce qui est logique en considérant que la performance est une notion fluctuant dans le temps, aucune société n'étant constamment sur ou sous-performante dans le panel.

- Choix des comparables retenus par la note de MONETA : HgCapital Trust, Oakley et Dunedin

Ces trois sociétés sont des sociétés de « private equity » cotées à Londres.

Le rapport de M. KLING rejette le choix comme référentiel des sociétés HgCapital Trust, Oakley et Dunedin dans la mesure où ces sociétés investissent à titre principal dans des fonds d'un gérant unique externe, ce qui ne serait pas le cas selon lui pour ALTAMIR. Ce critère de choix nous semble cependant pertinent dans la mesure où les premiers investissements d'ALTAMIR étaient acquis directement en co-investissement avec APAX, avant de procéder à des investissements dans des fonds dédiés APAX.

Le rapport du professeur JACQUILLAT souligne que le choix de la société Oakley est moins pertinent dans la mesure où la société a son siège social aux Bermudes, sur un marché régulé mais non règlementé. En tout état de cause, nous notons pour notre part que cette société ne peut pas être comparée sur un horizon 10 ans (société cotée en 2007).

Il ressort de ses observations que ces sociétés sont comparables à ALTAMIR, même si on peut étendre la sélection à l'ensemble des sociétés constitutives de l'indice LPX Europe (sociétés de private equity, dont ALTAMIR, cotées en Europe).

ALTAMIR propose de comparer sa performance à l'indice Morningstar Private Equity au 31 décembre 2014 comprenant 19 sociétés. Nous n'avons pas obtenu le détail de la performance de cet indice ni sa composition exacte (il semble contenir les fonds HgCapital Trust et Dunedin mais pas ALTAMIR selon l'annexe 13 du rapport de Monsieur KLING).

- Choix de la période de comparaison : 1 an, 3 ans, 5 ans ou 10 ans.

La performance d'une société de private equity a vocation à s'apprécier sur une longue période ce qui nous conduit à retenir préférentiellement une période de 10 ans. Les autres périodes peuvent cependant donner des indications.

A la suite de nombreux échanges, les Parties se sont arrivés aux comparaisons suivantes sur la performance d'ALTAMIR, calculée en Taux de Rendement Interne cumulé de l'ANR par action (dividendes réinvestis), au 31 décembre 2014 :

- Sur 10 ans, le TRI cumulé de l'ANR par action d'ALTAMIR (de 108,9%) est plus important que celui de Dunedin (70,3%) et moins important que celui de HgCapital Trust (230,6%).
- Sur 1 an, 3 ans et 5 ans, le TRI cumulé de l'ANR par action d'ALTAMIR est plus important que ceux de Dunedin, Hg Capital Trust et Oakley
- Sur 6 ans, le TRI cumulé de l'ANR par action d'ALTAMIR est très inférieur à celui d'Oakley
- Sur 10 ans, 5 ans, 3 ans et 1 an, le TRI cumulé de l'ANR par action d'ALTAMIR est un peu supérieur à celui de l'indice Morningstar Investment Trust Private Equity.

En conclusion, la performance d'ALTAMIR, mesurée par le TRI cumulé de son ANR par action (dividendes réinvestis), est en ligne avec celle du secteur des sociétés de capital equity européennes, notamment celles de l'échantillon choisi par MONETA, et généralement au-dessus.

Éléments nouveaux et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

Dans sa note à Expert « *Observations sur certaines conclusions provisoires du pré-rapport du 31 juillet 2017 relatives aux frais de gestion d'ALTAMIR, à l'absence de « hurdle rate » d'ALTAMIR en 2015 et aux performances relatives d'ALTAMIR sur la base des données disponibles en avril 2015* », le cabinet ABERGEL & Associés écrit : « *S'il est exact que les conclusions de la Note de MONETA d'avril 2015 sur la performance relative d'ALTAMIR s'avère à posteriori relativisée par les données publiées postérieurement et portant sur les exercices 2014 de Dunedin et d'Oakley [...], la relativisation postérieure de cette conclusion de MONETA dans sa Note n'apparaît pas de nature à priver de pertinence ce constat formulé à date par MONETA dans sa Note d'avril 2015 sur la base des données alors disponibles.* »

Réponse de l'expert :

Toute allégation de surperformance ou sous-performance significative peut se justifier ponctuellement sur certaines périodes et avec certains comparables mais pas systématiquement dans la durée.

En conséquence, nous estimons que l'allégation de la note de MONETA « ALTAMIR a été beaucoup moins performante que ses comparables » n'est pas justifiée, même avec les données imparfaitement connues au moment de l'établissement de la Note.

4. ANALYSE DU COURS DE BOURSE DE LA SOCIETE ALTAMIR AVANT ET APRES LA PUBLICATION DE LA NOTE DE MONETA DU 17 AVRIL 2015, INCIDENCE DE CETTE PUBLICATION ET PREJUDICE SUBI PAR LA SOCIETE ALTAMIR

Une partie de notre mission consiste à procéder à l'analyse du cours de bourse de la société ALTAMIR avant et après la publication de la note du 17 avril 2015 et à donner notre avis sur l'incidence de cette publication sur le cours de bourse d'ALTAMIR pour en déterminer ensuite le préjudice subi par la société ALTAMIR.

Le Tribunal de Commerce laisse à notre appréciation la durée d'étude pour apprécier cette incidence, en nous demandant toutefois d'entendre tout sachant, notamment les deux experts diligentés par les Parties, à savoir le cabinet KLING et Associés (Monsieur Didier KLING) pour ALTAMIR et ABERGEL (Monsieur Romain LOBSTEIN) pour MONETA.

Durant la procédure d'expertise, ces sachants se sont étendus aux cabinets suivants, qui nous ont présenté leurs rapports au long de cinq réunions d'expertises :

- Cabinet KLING et Associés (Monsieur Didier KLING) pour ALTAMIR ;
- Cabinet ABERGEL (Monsieur Romain LOBSTEIN) pour MONETA ;
- Cabinet SORGEM EVALUATION (Monsieur Maurice NUSSEMBAUM) pour ALTAMIR ;
- Cabinet ASSOCIES EN FINANCE (Professeur Bertrand JACQUILLAT) pour ALTAMIR ;
- Société PROXINVEST (Monsieur Pierre-Henri LEROY) pour MONETA.

Les compte rendu de ces réunions et des présentations qui ont été faites par les Parties sont annexées à ce rapport, nous présentons ci-dessous une synthèse des positions des parties.

4.1. POSITION DE MONETA ASSET MANAGEMENT

La société MONETA ASSET MANAGEMENT s'est appuyée sur plusieurs rapports de M.LOBSTEIN, associé du Cabinet ABERGEL & ASSOCIES pour conclure en l'absence d'impact de la Note du 17 avril 2015 dans le cours de bourse d'ALTAMIR.

M. LOBSTEIN nous a présenté son analyse le 18 juillet 2016, pour laquelle on retiendra les principaux éléments suivants :

- les volumes de titres ALTAMIR échangés sur le marché sont inférieurs lors de la publication de la note et les deux jours suivants aux volumes habituellement constatés sur le titre ;
- les variations du cours de bourse d'ALTAMIR ne sont pas significatives lors de la publication de la note de MONETA ainsi que les deux jours suivants ;
- la variation du cours d'ALTAMIR par rapport au marché de référence est non significative lors de la publication de la note de MONETA ainsi que les deux jours suivants (méthode des rendements anormaux).

M. LOBSTEIN considère qu'il n'y a pas d'évènement statistiquement significatif sur la période contemporaine à la note de MONETA, y compris cette note, et qu'aucun impact sur le cours du titre ALTAMIR ne peut être retenu par la publication de cette note les 15 et 17 avril 2015.

4.2. POSITION D'ALTAMIR ET ALTAMIR GERANCE

Lors de la première réunion d'expertise du 17 mai 2016, la société ALTAMIR indique que la « Note sur les frais de gestion d'ALTAMIR », publiée sur un site dédié de la société MONETA a eu un impact fort sur le cours de bourse d'ALTAMIR dès le lendemain de sa publication en nuisant à la réputation de la société.

Rapport de M. KLING d'octobre 2015.

M. KLING se base sur l'évolution du cours de l'action ALTAMIR par rapport aux indices CAC Mid&Small et LPX Europe TR, et indique une nette corrélation et une surperformance d'ALTAMIR jusqu'en avril 2015, suivi d'une évolution décorrélée par rapport à ces indices à compter de la publication de la note, jusqu'à l'annonce début juillet 2015 par Altamir de nouvelles favorables concernant ses participations (sociétés Amplitude Surgical et Capiro). Cette analyse est supportée par deux graphiques :

- le premier présente l'évolution du cours de l'action Altamir (dividendes réinvestis) et des indices CAC Mid & Small et LPX Europe TR du 01/10/2012 au 30/09/2015 (Base 100 au 1^{er} octobre 2012) ;



- le second présente l'évolution du cours de l'action ALTAMIR (dividendes réinvestis) et des indices CAC Mid & Small et LPX Europe TR du 01/10/2014 au 30/09/2015 (Base 100 au 31 décembre 2014)



- 04/03/2015 Publication des résultats 31/12/2014
- 17/04/2015 Note de Moneta du 17/04/15 publiée sur son site internet
- 06/05/2015 Publication de l'ANR au 31/03/2015
- 05/06/2015 Distribution par Apax France VI à ses investisseurs des actions Albioma
- 30/06/2015 Introduction en bourse d'Amplitude Surgical
- 07/07/2015 Introduction en bourse de Capio
- 01/09/2015 Publication de l'ANR au 30/06/2015
- 16/09/2015 Investissement dans Cabovisão et ONI au Portugal via le fonds Apax France VIII

M.KLING conclut sur un décrochage de cours de bourse à compter du 17 avril 2015, ainsi qu'un volume de titres échangés plus important à compter de cette date, ce qui selon lui est le signe d'une vive réaction des marchés à l'issue de la publication de la note publiée par MONETA. Il estime le préjudice subi dans une fourchette comprise entre 19,3 et 24,3 millions d'euros.

Rapports du cabinet SORGEM des 11 juillet 2016 et 24 octobre 2016

Dans un rapport en date du 11 juillet 2016, le cabinet SORGEM présente son analyse économétrique comparée du titre ALTAMIR avec les indices de référence CAC Mid & Small et LPX Europe. Il y indique que l'action d'ALTAMIR a tendance à décrocher par rapport aux indices sur la période du 16 avril 2015 au 1^{er} juillet 2015, et plus particulièrement du 17 avril 2015 au 17 juin 2015. De plus, le coefficient de corrélation du cours de bourse d'ALTAMIR avec ses indices baissent de près de 20%.

M.NUSSEMBAUM a présenté, lors de la réunion du 2 novembre 2016, un rapport complémentaire du 24 octobre 2016 sur la d'une approche statistique en neutralisant l'impact du marché.

La société SORGEM a calculé le rendement anormal cumulé du cours ALTAMIR sur la période du 17 avril au 1^{er} juillet 2015 par rapport à l'indice CAC Mid & Small, qui s'élève à -8,81% et par rapport à l'indice LPX EUR TR, qui s'élève à -6,82%. Le rendement anormal est la différence entre le rendement normal théorique et le rendement observé. Le rendement anormal cumulé consiste en la somme des rendements anormaux sur plusieurs jours.

M. NUSSEMBAUM précise que les rendements anormaux mis en évidence ne sont pas suffisamment significatifs pour permettre de conclure sur l'impact de la publication de la note de MONETA sur la performance boursière d'ALTAMIR.

La société ALTAMIR a alors indiqué que l'impact de l'activisme de MONETA ne devait pas s'appréhender sur la seule période centrée immédiatement autour de la note publiée les 15 et 17 avril 2015, mais sur une période étalée dans le temps entre 2012 et fin 2015.

Dans cette optique, la société SORGEM a comparé l'évolution du cours de bourse et la décote d'ANR d'ALTAMIR par rapport aux indices comparables sur la période 2012-2015, que nous aborderons ci-après dans la section consacrée à la décote entre le cours de bourse d'ALTAMIR et son ARN.

Rapports du cabinet ASSOCIES EN FINANCE des 18 octobre 2016 et 30 novembre 2016

Dans un rapport du 18 octobre 2016, le professeur JACQUILLAT nuance l'analyse de M.KLING en constatant que :

- ALTAMIR surperforme ses indices de référence jusqu'en septembre 2014 ;
- Un décrochage important se produit à partir d'octobre 2014 ;
- A partir du 15 avril 2015, les comportements boursiers d'ALTAMIR et de ses indices de référence semblent plus complexes à interpréter en première approche

Le professeur JACQUILLAT dit de cette dernière figure basée sur le 15 avril 2015, qu'elle « suggère une baisse des cours d'Altamir à partir de mi-avril 2015, mais il en est de même de l'indice LPX et de l'indice CAC Mid & Small. Il convient de rappeler à cet égard que cette période de l'année 2015 a représenté un point haut des indices boursiers en 2015 (le point haut a été atteint le 13 avril 2015 pour l'indice Eurostoxx et le 27 avril 2015 pour les indices CAC et CAC Mid&Small et a été suivi ensuite d'une phase de baisse des marchés actions) ».

Le professeur JACQUILLAT analyse ensuite l'évolution du cours de bourse d'ALTAMIR à compter de la première publication de la note le 15 avril 2015 en comparaison avec les trois sociétés citées par MONETA dans ladite note : Dunedin Enterprise (DNE), Oakley (OCL) et HG Capital (HGT).

Après avoir expliqué que la comparaison avec la société Oakley est peu pertinente, le professeur JACQUILLAT indique que la comparaison mérite des analyses complémentaires, en tenant compte de l'évolution des marchés financiers dans leur ensemble ainsi que les risques spécifiques des titres.

Face à ces résultats, le professeur JACQUILLAT propose une autre méthode d'analyse de taux de rentabilité en excès ajusté au risque, sur la base des indices de référence CAC Mid & Small et LPX. Ce taux de rentabilité par excès correspond à la différence positive ou négative entre la rentabilité du titre étudié et celui attendu (taux sans risque additionné à l'indice de référence multiplié par le coefficient bêta).

Dans un premier temps, il présente les séances de bourse exceptionnelles d'ALTAMIR définies comme celles pour lesquelles le taux de rentabilité ajusté au risque (bêta unitaire) s'écarte de sa moyenne historique de plus de deux écarts types. Le professeur a ainsi mis en relief douze dates comprises sur une période de deux années entre juin 2014 et fin mai 2016.

Les séances les plus exceptionnelles pour *Altamir (LTA)*

Date	Taux de rentabilité LTA	Taux en excès LTA	T-Student (à plus de 2 écarts types)
16 oct 2014	-5%	< -4,1%	4 (sur 4)
8 déc 2014	+3,43%	>3,2%	4 (sur 6)
23 déc 2014	+3,50%	>2,7%	4 (sur 6)
23 janv 2015	+5,05%	>3,4%	6 (sur 6)
16 fév 2015	+3,46%	>3,1%	6 (sur 6)
5 nov 2015	+1,76%	>1,6%	4 (sur 6)
10 nov 2015	+3,90%	>3,5%	6 (sur 6)
9 déc 2015	+2,36%	>2%	5 (sur 6)
5 fév 2016	+1,66%	>1,8%	6 (sur 6)
15 fév 2016	+5,84%	>2,8%	6 (sur 6)
25 fév 2016	+3,62%	>2,5%	6 (sur 6)
7 mars 2016	+2,167%	>2,14%	5 (sur 6)

Mis à part la séance du 16 octobre, où ALTAMIR a sous-performé par rapport à ses référentiels, les autres séances sont caractérisées par des taux de rentabilité en excès positif, c'est-à-dire une surperformance d'ALTAMIR sur des événements particuliers.

Sur la base de l'ensemble des séances boursières entre juin 2014 et fin mai 2016 (512 séances), le professeur JACQUILLAT calcule un taux en excès en référence à l'indice LPX (bêta unitaire) cumulé de -33,9%, ce qui traduit selon lui le fait que le titre ALTAMIR, après ajustement au risque et aux effets de marché, a enregistré une nette sous-performance durant cette période de deux ans centrée autour de la note de MONETA.

Le professeur JACQUILLAT a également étudié l'évolution relative de la décote d'ALTAMIR par rapport à plusieurs comparables (indice LPX, indice composé des trois sociétés sélectionnées par MONETA et indice Morningstar), qui donnent des accroissements de décote en relatif entre avril 2015 et décembre 2015 de respectivement 9,5%, 22,8% et 28,6%, ce qui se traduit par une perte de valeur de respectivement 9 millions d'euros, 9,7 millions d'euros ou 13,6 millions d'euros.

Le professeur JACQUILLAT propose une dernière méthode, la régression isotonique, développée pour des études d'évènement « à diffusion lente et floue », en particulier pour mesurer l'impact sur la valeur boursière des entreprises du secteur pharmaceutique américain à l'époque de la campagne électorale de 1992 de Bill Clinton. Sans entrer dans le détail de la méthode complexe (ajustement des moindres carrés sous contrainte de trajectoire croissante) la perte de valeur boursière selon cette méthode s'élèverait à 27,5 millions d'euros entre mi-avril et fin 2015.

Dans une note du 30 novembre 2016, présentée en réunion d'expertise le 18 novembre 2016, le professeur JACQUILLAT reprend l'hypothèse d'un dénigrement régulier d'ALTAMIR de la part de la société MONETA qui aurait eu un impact à long terme sur sa valorisation boursière. Ainsi, une étude d'évènement classique autour de la publication de la note de MONETA n'est pas adaptée car les allégations négatives de MONETA sont successives et diffuses (quasi absence d'évènement ayant eu un impact instantané sur les valorisations boursières). Ainsi le professeur JACQUILLAT conclut à une perte de valeur boursière constituant le préjudice pour la société ALTAMIR comprise dans une fourchette entre 9 millions d'euros et 27,5 millions d'euros, « si 100% de la contre-performance en relatif du titre ALTAMIR devait être attribuée à l'action de Moneta Asset Management ».

4.3. ANALYSE DE L'EXPERT

4.3.1. Visibilité de la note publiée par MONETA en avril 2015

Sans préjuger de la visibilité donnée à la note sur les frais de gestion d'ALTAMIR au moment de sa publication, nous avons consulté le site internet de la société MONETA dont le bandeau supérieur est le suivant au moment de la rédaction de notre rapport, en juin 2017.



Pour trouver la note incriminée, nous devons cliquer sur l'onglet Actualités et entrer dans un répertoire spécifique dédié à ALTAMIR.



Remarque : la communication d'ALTAMIR sur le litige l'opposant à MONETA est faite sur un visuel similaire, sur le site internet d'ALTAMIR, dans l'onglet « Actualités » puis « actions en justice ». La société évoque l'action en référé et annexe communiqués et documentation :



En dehors de la communication faite sur le site de MONETA, la société ALTAMIR nous a indiqué lors de la même réunion du 21 juin 2016 que MONETA a usé de moyens contestables pour mieux diffuser sa note au public, notamment en achetant le mot-clé « ALTAMIR » sur internet afin de faire ressortir en premier dans les moteurs de recherche son propre site internet publiant la note sur ALTAMIR, avant le propre site officiel d'ALTAMIR.

4.3.2. Contenu du site de MONETA dédié à ALTAMIR

Après un paragraphe introductif sur l'action de MONETA « depuis maintenant plus de deux ans » auprès de la société ALTAMIR et de son Conseil de Surveillance, le site présente des comptes rendus, articles de presses et communiqués liées aux assemblées générales de 2012 à 2016. La note incriminée est présentée en lien avec l'AG du 23 avril 2015 dont le sujet principal développé par MONETA concerne la résolution sur la rémunération de la gérance (Say on Pay).

AG du 23 avril 2015

Alors que la société pensait en 2014 pouvoir se passer de solliciter l'opinion des actionnaires sur la rémunération de la gérance (Say on Pay), une telle résolution a été soumise au vote en 2015. Nous sommes très étonnés que le Conseil de Surveillance ait validé dans son rapport en l'état les termes de la résolution 9 sur le Say on Pay du Gérant Maurice Tchenio.

Nous avons recommandé aux actionnaires de voter contre la résolution 9, montrant ainsi leur désaccord avec l'information très insatisfaisante qui leur est présentée. Ces informations ne permettent ni de connaître la rémunération du gérant ni le temps qu'il passe pour la gagner.

Le 15 Avril 2015, Moneta a publié une étude sur les frais de gestion d'Altamir, élevés et en croissance, note qui a été mise à jour le 17 avril 2015

-  [Communiqué de presse de Moneta Asset Management le 15 avril 2015](#)
-  [Note de Moneta Asset Management sur les frais de gestion d'Altamir Amboise - 17 avril 2015](#)

Ci-dessous une Lettre d'introduction sur le Say on Pay 2015 d'Altamir ainsi que les questions qu'amènent les documents mis à disposition des actionnaires.

-  [Lettre d'introduction sur le Say on Pay 2015 - 7 avril 2015](#)
-  [Questions écrites sur la rémunération AG 2015 envoyées le 17 avril 2015](#)
-  [Le vote de la rémunération du patron d'Altamir fera débat en AG - L'Agefi - 13 avril 2015](#)
-  [Moneta AM bouscule Altamir - Investir - 18 avril 2015](#)

Plus des trois quarts des actionnaires, hors Maurice Tchenio qui avait pris part au vote sur sa propre rémunération, avaient voté contre la résolution sur la rémunération des dirigeants. Ci-dessous le communiqué de Moneta sur le Say on Pay et un article de presse:

-  [Le Say on pay de Maurice Tchenio passe mal auprès des actionnaires - 23 avril 2015](#)
-  [Les minoritaires expriment leur mécontentement - Investir - 25 avril 2015](#)

Le communiqué de presse du 15 avril 2015 fait état des nombreuses recommandations négatives de proxy advisors concernant le Say on Pay et la résolution 9 et de la faiblesse des explications apportées par ALTAMIR. Le communiqué invite à consulter une note datée du même jour disponible sur le site de MONETA sur les frais de gestion d'ALTAMIR « en forte progression ces dernières années et plus élevés que les comparables ». La note incriminée (annexée à ce rapport) a été publiée en version provisoire le 15 avril 2015 puis en version définitive, toujours disponible sur le site de MONETA, le 17 avril 2015, en amont de l'assemblée générale d'ALTAMIR du 23 avril 2015.

Le site internet de MONETA présente également des correspondances et articles de presse spécialisés en lien avec l'assemblée générale d'ALTAMIR du 23 avril 2015 et la communication de MONETA concernant la rémunération de M. TCHENIO (Say on Pay) et les frais de gestion de la société ALTAMIR :

- Lettre du 7 avril 2015 co-signée par Mme NEUVILLE (ADAM – Association de Défense des Actionnaires Minoritaires) et Romain BURNAND (MONETA AM) présentant une recommandation négative pour le vote de la résolution 9 de l'Assemblée Générale d'ALTAMIR (Say on Pay).
- Lettre de M. BURNAND (MONETA AM) à ALTAMIR du 17 avril 2015 : questions écrites pour l'assemblée générale concernant principalement la rémunération fixe et variable de la Gérance (Monsieur Maurice TCHENIO).
- Article de l'AGEFI du 13 avril 2015 « Le vote de la rémunération du patron d'ALTAMIR fera débat en AG ». L'article indique « *Les années passent, mais la fronde de Moneta AM et de l'Adam contre Altamir et Maurice Tchénio, président d'Altamir Gérance, ne faiblit pas* ». Il souligne également que l'agence ISS recommande aussi de s'opposer à la rémunération du Say on Pay.
- Article d'Investir du 18 avril 2015 : « MONETA AM bouscule encore ALTAMIR » et qui conclut au sujet de la résolution 9 : « *Voter contre. Il s'agit d'un vote consultatif. Nous souhaitons davantage d'informations sur la rémunération versée au président d'Altamir Gérance* ».
- Communiqué de presse de MONETA du 23 avril 2015 : « Le say on Pay de M.TCHENIO passe mal auprès des actionnaires » qui conclut de la manière suivante : « *Nous estimons que le manque de transparence d'Altamir nuit à la valorisation du titre, ce qui représente un préjudice important pour tous les actionnaires* ».
- Article d'Investir du 25 avril 2015 : « Assemblée Générale d'ALTAMIR : les minoritaires expriment leur mécontentement ». A noter la recommandation du journal : « *Acheter. Nous restons positifs en espérant que la pression des actionnaires poussera la société à plus de rigueur, ce qui bénéficierait au cours de l'action. Objectif : 14€ (LTA).* »

Le site de MONETA présente une sélection d'articles issue de l'AGEFI, Investir ou Les Echos, qui témoignent de l'action de MONETA à compter de 2012 sur la politique d'ALTAMIR, parfois qualifiée de « fronde » ou « bras de fer ».

Lors de la réunion du 21 juin 2016, M. BURNAND a confirmé que ce type de communication est très rare dans les pratiques de MONETA. Il indique y avoir été contraint dans le but d'améliorer globalement la gouvernance d'ALTAMIR dans l'intérêt à long terme des actionnaires. Il précise que son activisme a débuté lorsqu'ALTAMIR a projeté de distribuer le dividende et le carried interest (intéressement du management à la performance) en action, ce qui, selon M. BURNAND, avait pour effet de diluer de 4 à 5% l'actif net réévalué par action pour les minoritaires.

Nous avons noté des communiqués de presse et des articles compilés par MONETA que la forte décote de la valeur boursière d'ALTAMIR par rapport à son actif net réévalué serait une préoccupation majeure et récurrente des investisseurs d'ALTAMIR.

Avis de l'expert :

La société MONETA a visiblement fait preuve d'activisme concernant sa participation dans la société ALTAMIR. Il se manifeste par une communication ciblée sur des points de recommandations ou de contestations en amont des assemblées générales d'ALTAMIR, présentés sur le site internet de MONETA et relayés par la presse spécialisée.

La matérialisation de cet activisme, sur le site internet de MONETA, a débuté lors de l'assemblée générale du 29 mars 2012, avec pour objectif l'augmentation du dividende versé aux actionnaires ordinaires, puis en 2013 pour demander à ALTAMIR de mettre en place un mécanisme de rachat d'actions automatique au-delà d'un certain seuil. Sur l'assemblée générale d'avril 2014, MONETA s'oppose à des modifications statutaires et à une convention de mandat de délégation de gestion financière et de gestion des risques au profit d'Apax Partners SA.

La note de MONETA, sur les frais de gestion d'ALTAMIR, publiée le 15 avril 2015 puis le 17 avril 2015 en version définitive est un élément de cette activité de MONETA cherchant à démontrer le bien-fondé de son opposition à la rémunération de M. TCHENIO (rejet de la résolution consultative 9 de l'assemblée générale du 23 avril 2015 sur le Say on Pay). Cette action est conduite dans la continuité d'autres actions présentées comme nécessaires à la réduction de la décote du cours d'ALTAMIR par rapport à son actif net réévalué. Contrairement aux autres communiqués de MONETA, cette lettre n'apporte pas des propositions ou des questions sur la gestion d'ALTAMIR, mais elle dénonce des pratiques concernant les frais de gestion comme des dérives pénalisant les porteurs d'actions ordinaires.

La visibilité de l'action de MONETA est cependant assez réduite, puisqu'il faut consulter une partie dédiée de son site internet pour y avoir accès. L'achat du mot-clé ALTAMIR sur internet pour renvoyer au site de MONETA a pu avoir un effet amplificateur. La presse spécialisée met en avant l'action de MONETA dans quelques articles consacrés à ALTAMIR, mais la note du 15 et 17 avril 2015 n'est pas de nature à bouleverser la communication financière autour d'ALTAMIR, la recommandation d'achat du journal Investir du 25 avril 2015 étant justifiée par « *Nous restons positifs en espérant que la pression des actionnaires poussera la société à plus de rigueur, ce qui bénéficierait au cours de l'action* ».

4.3.3. Evènements externes proche de la publication de la Note de MONETA pouvant avoir un effet sur le cours de bourse d'ALTAMIR

Lors de la réunion du 18 juillet 2016, M. TCHENIO a indiqué que la note publiée par la société MONETA avait eu également pour effet de neutraliser les effets sur le cours de bourse de « bonnes nouvelles » publiées ultérieurement sur le titre ALTAMIR. M. TCHENIO a évoqué les éléments suivants :

- La publication d'ODDO & Cie du 7 mai 2015 donnant une recommandation d'achat et un objectif de cours pour ALTAMIR de 12,6 € (+11%) ;
- L'introduction en bourse de CAPIO et d'AMPLITUDE le 30 juin 2015 ;
- Communications sur ALBIOMA en mai / juin 2015.

Au-delà de la non concordance temporelle entre ces nouvelles et la publication de la note de MONETA, M. BURNAND remet fortement en cause l'impact positif de ces communications, en particulier concernant ALBONIA qui a fait l'objet le 27 mai 2015 d'un « profit warning », ainsi que d'une distribution d'actions le 5 juin 2017, interprétée comme un échec à trouver un racheteur, et ayant entraîné une chute importante du cours d'ALBONIA.

M. TCHENIO a indiqué que la note de MONETA, publiée les 15 et 17 avril 2015, n'a pas le caractère d'un « profit warning », c'est-à-dire l'annonce d'une baisse prévisionnelle des résultats de la société ayant un effet immédiat sur le cours de bourse d'ALTAMIR, mais qu'elle est à l'origine d'un désinvestissement progressif des investisseurs de manière à ne pas faire baisser le cours trop brutalement, ce qui a un impact dans la durée pour la société ALTAMIR ne disposant pas d'une forte capitalisation boursière.

Lors de la réunion d'expertise du 2 novembre 2016, les Parties ont discuté de 10 évènements externes impactant chronologiquement la société ALTAMIR à compter d'avril 2015 :

- 13 avril 2015 (juste avant la note de MONETA) : le cabinet de conseil de vote aux actionnaires ISS ne soutient pas la résolution sur la rémunération de M. TCHENIO proposée pour l'assemblée générale d'ALTAMIR du 23 avril 2015.

La société JP MORGAN CAZENOVE a écrit le 14 avril 2015 ne pas être d'accord avec l'analyse d'ISS.

Avis de l'expert : influence neutre à défavorable sur le cours de bourse.

- 16 avril 2015 (entre les deux publications des 15 et 17 avril 2015 de la note de MONETA) : confirmation d'une recommandation d'achat du titre ALTAMIR de la société HSBC avec une réduction de l'objectif de cours de bourse de 14,5 € à 14 €.

Avis de l'expert : influence favorable sur le cours de bourse.

- 23 avril 2015 (postérieur à la note MONETA) : assemblée générale (AG) d'ALTAMIR

La société MONETA a noté des « cafouillages » concernant les dates de réunion du Conseil de Surveillance jetant un doute sur la réelle tenue de ces réunions. Monsieur TCHENIO n'a pas ressenti de malaise et précise que le contenu de l'AG n'est pas connu du marché en dehors de MONETA qui y était présente.

Avis de l'expert : influence neutre à défavorable sur le cours de bourse.

- 25 avril 2015 : publication d'un article dans le journal « Investir » sur le mécontentement des minoritaires par manque de transparence lors de l'AG d'ALTAMIR.

Avis de l'expert : influence défavorable sur le cours de bourse.

- 29 avril 2015 : communication du chiffre d'affaires de GFI Informatique, principal investissement cotée d'ALTAMIR, en ligne avec les attentes.

Avis de l'expert : influence neutre sur le cours de bourse d'ALTAMIR.

- 30 avril 2015 : communication du chiffre d'affaires d'ALTRAN, second investissement côté d'ALTAMIR, en ligne avec les attentes,

Avis de l'expert : influence neutre sur le cours de bourse d'ALTAMIR.

- 6 mai 2015 : publication des résultats d'ALTAMIR sur le premier trimestre 2015.

M.BURNAND indique que l'absence de cession d'actifs est un élément défavorable pour ALTAMIR, dans la mesure où cela diminue la trésorerie disponible et génère un moins grand confort pour l'actionnaire que si les cessions avaient eu lieu. M.TCHENIO précise qu'au 31 décembre 2015, la société aura procédé à 56 millions d'euros de produits de cession dont 38 millions encaissés.

Avis de l'expert : aucune variation significative du cours de bourse du 6 au 12 mai, impact neutre.

- 7 mai 2015 : publication d'analyse d'ODDO (analyste financier)

M. BURNAND retient qu'«une meilleure rotation du portefeuille est toujours attendue » (élément défavorable) alors que M.TCHENIO indique que la conclusion de l'analyste est à l'achat (impact favorable).

Avis de l'expert : influence neutre à favorable sur le cours de bourse d'ALTAMIR.

- 27 mai 2015 : la société ALBIOMA, représentant 8% de l'ANR d'ALTAMIR, fait l'objet d'un profit warning de 10% de son EBITDA.

M.BURNAND relève une mauvaise nouvelle pour ALTAMIR (impact défavorable) tandis que M.TCHENIO indique que le profit warning n'a pas d'impact défavorable dans la globalité du cours d'ALTAMIR dans la mesure où les autres investissements marchent bien. Il s'agit tout au plus d'«une mauvaise nouvelle dans un ensemble de bonnes nouvelles » (impact neutre).

Avis de l'expert : influence défavorable sur le cours de bourse d'ALTAMIR.

- 26 et 29 juin 2015 : cession par ALTAMIR d'une partie de sa participation dans les sociétés Amplitude Surgical et Capio à l'occasion de leurs introductions en bourse.

Avis de l'expert : cette annonce est favorable à l'accroissement du cours de bourse d'ALTAMIR dans la mesure où ces cessions ont créé de la valeur sur le portefeuille d'ALTAMIR.

Avis de l'expert : l'analyse des événements, contemporains à la note de MONETA des 15 et 17 avril 2015, montre une succession d'événements pouvant avoir des influences tantôt favorables, tantôt défavorables et le plus souvent neutre pour l'évolution du cours de bourse d'ALTAMIR, sans relever d'élément pouvant avoir une influence significative sur ce dernier.

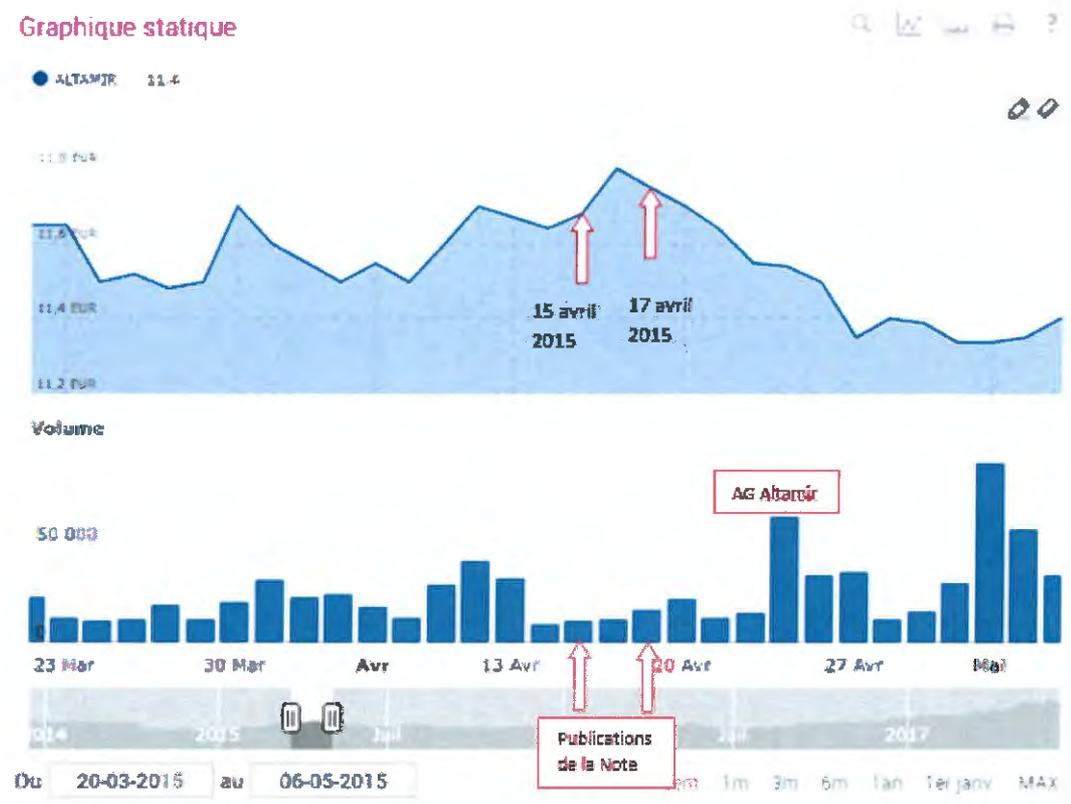
Cette analyse ne fait pas apparaître une série de nouvelles favorables à la hausse du cours du titre, comme soutenue par ALTAMIR, qui aurait pu être contenue par l'effet de la note de MONETA.

4.3.4. Etude de l'impact de la Note sur une période de quelques jours centrés autour du 17 avril 2015

Etude d'impact sur les variations du titre ALTAMIR pris individuellement

Dans un marché efficient, il n'existe aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans les cours. Dans la réalité, l'ajustement des prix des titres à l'annonce d'une information nouvelle est rarement immédiat, le délai peut varier de quelques minutes à quelques jours avant intégration de l'information dans le prix des transactions. Pour notre étude d'impact, nous retiendrons une fenêtre d'évènement assez large, du 8 au 29 avril 2015.

Nous considérons qu'un évènement ayant un impact sur un marché efficient se traduit par une augmentation significative des volumes d'échange de titres associée à une variation significative de prix du titre côté.



Le 15 avril 2015, lors du premier communiqué de MONETA concernant la note incriminée, le cours du titre ALTAMIR à la clôture s'élevait à 11,68 €, avec un volume échangé de 10 336 titres.

Le 17 avril 2015, le cours du titre ALTAMIR est le plus haut constaté sur l'année 2017. Le cours d'ouverture est à 11,82, celui de clôture à 11,75. Le cours le plus haut de la journée est à 11,82 et le cours le plus bas à 11,68, ce qui ne matérialise aucun évènement significatif affectant le cours de bourse sur la journée. Le volume échangé est de 15 990 titres dans la journée.

Le tableau ci-dessous présente les variations de cours du titre ALTAMIR du 8 avril au 29 avril 2015 et les volumes échangés.

Date	Volume	Cours Altamir	Variation cours
08-avr-15	12 408	11,5	
09-avr-15	28 952	11,6	0,87%
10-avr-15	41 268	11,7	0,86%
13-avr-15	31 933	11,67	-0,26%
14-avr-15	8 765	11,64	-0,26%
15-avr-15	10 336	11,68	0,34%
16-avr-15	10 963	11,8	1,03%
17-avr-15	15 990	11,75	-0,42%
20-avr-15	22 166	11,7	-0,43%
21-avr-15	12 064	11,64	-0,51%
22-avr-15	14 752	11,55	-0,77%
23-avr-15	63 522	11,54	-0,09%
24-avr-15	33 806	11,5	-0,35%
27-avr-15	35 659	11,35	-1,30%
28-avr-15	11 230	11,4	0,44%
29-avr-15	15 539	11,39	-0,09%
Moyenne	23 085	11,59	

Même si on constate une légère et régulière baisse du cours d'ALTAMIR à compter du 17 avril 2015, les variations sur cette période ne permettent pas de conclure à un effet significatif de la note de MONETA au moment de sa publication. De même, les volumes échangés les 15 et 17 avril 2015 sont inférieurs à ceux pouvant être constatés sur le titre. Sur cette période, les plus forts échanges ont eu lieu consécutivement à l'Assemblée générale du 23 avril 2015, sans toutefois atteindre des sommets (on note par exemple 86 643 titres échangés le 3 mars 2015 ou encore 91 434 titres échangés le 4 mai 2015).

On rappelle que les séances de bourse exceptionnelles d'ALTAMIR établies par le professeur JACQUILLAT sur une période de deux exercices entre juin 2014 et fin mai 2016 (12 dates) ne fait apparaître aucune date proche du 15 avril 2015.

Comme le montre la cabinet ABERGEL au travers de quelques exemples choisis (profit warning de Zodiac Aerospace des 16 septembre 2015 et 25 février 2016, note défavorable d'analyste pour Casino Guichard parue le 17 décembre 2015 ou publication de résultats décevants pour la société Parrot des 30 juillet 2015 et 13 mai 2016), les effets d'annonces négatifs peuvent engendrer le jour de la publication des baisses de cours de l'ordre de 10 à 20%, ce qui n'est absolument pas le cas pour ALTAMIR les 15 et 17 avril 2015.

Etude d'impact sur les variations du titre par rapport à des comparables

Nous sommes d'accord sur la pertinence du choix des comparables retenus par les Parties :

- LPX Europe (LPXEUTR), qui regroupe les sociétés de « private equity » cotées en Europe, dont ALTAMIR.
- CAC Mid&Small, qui regroupe les capitalisations boursières de PME de divers secteurs d'activité dont ALTAMIR.

Nous estimons que les présentations graphiques présentées par M. KLING, dans son rapport d'octobre 2015 (présentées ci-avant), ne sont pas assez probantes pour établir la réalité du décrochage de cours de bourse à compter du 17 avril 2015, d'autant plus que les volumes échangés au moment de la publication de la note de MONETA ne caractérisèrent pas d'impact significatif sur le marché.

Le graphique ci-dessous présente la comparaison du cours d'ALTAMIR (en vert) avec l'évolution de l'indice CAC Mid&Small (en bleu), avec une base 100 au 2 juin 2014.

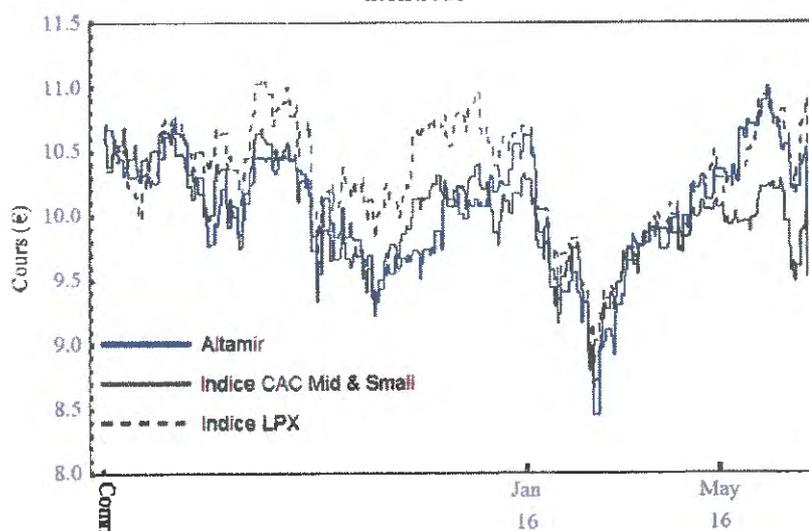


Comparaison du cours d'Altamir (en vert) avec l'indice CAC Mid&Small (en bleu), base 100 au 2 juin 2014.

Ce graphique rejoint la conclusion du professeur JACQUILLAT, à savoir une surperformance de l'indice de référence jusqu'en septembre 2014 suivi d'un décrochage important le 16 octobre 2014, qui se creuse à nouveau début mars 2015. Le 15 avril 2015 constitue un point haut pour ALTAMIR comme pour l'indice de référence, qui ont ensuite des comportements similaires. La décote se réduit en décembre 2015 en conséquence d'une hausse d'ALTAMIR contre une baisse de l'indice de référence.

Pour visualiser l'impact immédiat de la note du 15 avril 2015, nous vous renvoyons au graphique produit par le professeur JACQUILLAT exposé ci-dessous (rebasée au 15 avril 2015), qui montre une évolution regroupée du titre et des indices de référence (indices LPX Europe et CAC Mid&Small), sans décrochage flagrant dans les jours suivants immédiatement le 15 avril. Par la suite on note quelques séances pendant lesquelles l'indice LPX a une progression plus importante que les titres ALTAMIR et l'indice CAC Mid&Small, sans toutefois juger cette situation anormale.

Evolution du cours d'Altamir et de l'indice CAC Mid & Small (rebasé) depuis le 15 avril 2015



Enfin, l'étude d'impact basée sur l'analyse de la performance anormale du titre considéré par rapport à sa performance normale attendue (indexée sur l'indice de référence LPX Europe ou sur le CAC Mid&Small), réalisée dans le rapport ABERGEL de M. LOBSTEIN et dans le rapport SORGEM de M. NUSSEMBAUM fait ressortir les éléments suivants :

- Performance anormale du titre d'ALTAMIR les 15 et 17 avril 2015 par référence à l'indice LPX Europe de respectivement 0,14% et 1,16% ;
- Performance anormale du titre d'ALTAMIR les 15 et 17 avril 2015 par référence à l'indice CAC Mid&Small de respectivement 0,14% et 1,16% ;
- Performance anormale cumulée du titre d'ALTAMIR sur la période du 17 avril au 1er juillet 2015 par rapport à l'indice CAC Mid & Small de -8,81% ;
- Performance anormale cumulée du titre d'ALTAMIR sur la période du 17 avril au 1er juillet 2015 par rapport à l'indice LPX EUR TR de -6,82%.

Comme précisé par M. NUSSEMBAUM, ces rendements anormaux ne sont pas suffisamment significatifs pour permettre de conclure sur l'impact de la publication de la note de MONETA sur la performance boursière d'ALTAMIR.

4.4. CONCLUSION INTERMEDIAIRE

Éléments nouveaux et Dires des Parties postérieurement au pré-rapport

Dans le Dire récapitulatif n°2 du 30 septembre 2017 pour le compte d'ALTAMIR, Maîtres Philippe GINESTIE et Frédéric PELTIER écrivent que « *l'influence de la communication de MONETA, dont la Note est le point culminant, n'est pas retenue dans votre pré-rapport* ». ALTAMIR développe l'influence de MONETA sur le marché en rappelant la version anglaise de du site de MONETA et ses échanges avec ses confrères étrangers. ALTAMIR cible l'influence de MONETA lors des Assemblées Générales, qui obtient les pouvoirs de plusieurs actionnaires.

La société ALTAMIR écrit : que « *la Note est bien un évènement ponctuel, mais sa diffusion s'est faite de façon étalée dans le temps [...], ce qui explique l'effet aussi certain que progressif de la Note. ALTAMIR vous demande donc de ne pas exclure l'impact de la Note sur le cours de bourse du titre ALTAMIR, qui résiste étonnamment à la performance de l'ANR comme l'ont démontré les Professeurs Jacquillat et Nussenbaum.* »

Dans le Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport du 30 septembre 2017 de MONETA ASSET MANAGEMENT, la société est d'accord avec les éléments présentés dans le pré-rapport :

- « *La mise en ligne de la Note n'est pas de nature à bouleverser la communication financière autour d'ALTAMIR* »
- « *L'étude des variations de cours et des volumes d'échange sur une période de quelques jours ou de quelques mois autour de la publication de la Note permet d'exclure tout impact de ce document sur le cours d'ALTAMIR* »
- *Les autres actualités dont la date est proche ou éloignée de quelques mois par rapport au 15 et 17 avril 2015 ne constituent pas « une succession d'évènements favorables à la hausse du cours du titre » dont l'effet aurait été atténué par la publication de la Note* »
- « *C'est à juste titre que le pré-rapport rejette sans réserve la position d'ALTAMIR GERANCE et d'ALTAMIR en écartant tout possible impact de la Note sur le cours de bourse.* »

Dans le Dire n°9 du 15 janvier 2018, la société ALTAMIR écrit que la Note de MONETA d'avril 2015 a impacté le cours de bourse : « *Il ne peut être soutenu, simultanément, que faire croire au marché qu'ALTAMIR est 30% plus chère et 32% moins performante que la concurrence n'aurait pas impacté le cours. Certes, compte tenu de la diffusion étalée dans le temps du message auprès des actionnaires, l'étude d'évènement est peu adaptée pour mesurer l'impact de cette diffusion sur le cours de bourse. L'impact n'en est pas moins important, par altération durable de l'image de la société chez les investisseurs.* »

Avis de l'expert :

L'ensemble des éléments présentés ci-dessus, comprenant les études réalisées par les différents sachants intervenant sur le dossier, montre que l'évolution de la performance du titre ALTAMIR ne peut pas être mise en relation avec la seule publication de la note de MONETA des 15 et 17 avril 2015.

De plus l'analyse de la nature des événements contemporains à la publication de la note des 15 et 17 avril ne fait pas apparaître une succession d'évènements favorables à la hausse du cours du titre, comme soutenu par ALTAMIR, qui aurait pu être contenue par l'effet de la note de MONETA.

Par conséquent, il n'existe pas de préjudice pour la société ALTAMIR lié à la dégradation du cours de bourse résultant de la publication de la note du 17 avril 2015.

Il apparaît cependant une décote importante du titre par rapport à son actif net réévalué.

5. CAUSES ENDOGENES POUVANT EXPLIQUER LA PERFORMANCE ET LA DECOTE DU COURS DE LA SOCIETE ALTAMIR

5.1. ETUDE ROTHSCHILD SUR LES CAUSES DE LA DECOTE DU TITRE ALTAMIR DE DEBUT 2013

L'examen des extraits de procès-verbaux de Conseil de Surveillance transmis par ALTAMIR nous a permis de constater que cette dernière avait confié à la banque d'affaire ROTHSCHILD dès fin 2012 / début 2013 une mission ayant pour but de rendre le titre ALTAMIR plus attractif et de réduire la décote boursière du titre par rapport à son actif net réévalué.

Les conclusions de cette mission sur la décote, présentées au Conseil de Surveillance en 2012 ont été masquées dans le compte rendu transmis par ALTAMIR et n'ont pas été présentées lors de nos différents échanges d'expertise précédant l'émission de notre pré-rapport. Ce sujet a fait l'objet de débats et de Dires étoffés à notre pré-rapport, que nous déclinons ci-après dans les sections « Nouveaux éléments et Dires postérieurement à notre pré-rapport »

Les échanges entre les Parties se sont cristallisés sur l'exhaustivité de l'information fournie par ALTAMIR concernant le rapport de la banque ROTHSCHILD sur les cause de la décote du titre ALTAMIR. Nous nous attacherons principalement au contenu des études présentées.

Dans un e-mail du 14 septembre 2017, Maître Rudy LENTINI nous transmet pour le compte d'ALTAMIR la présentation de la banque ROTHSCHILD lors du Conseil de Surveillance d'ALTAMIR du 5 mars 2013. Cette étude, réalisée sous logo ROTHSCHILD, est structurée en 3 parties : *Eléments de contexte (deux slides)*, *Revue de la performance relative d'ALTAMIR AMBOISE* et *Recommandations de ROTHSCHILD*.

Le contexte de l'étude met en relief les demandes de MONETA d'augmentation du dividende et d'ACTIS de voir ALTAMIR AMBOISE procéder à des rachats d'action pour 10% de son capital. Il y est rappelé qu'ALTAMIR AMBOISE a pris un engagement vis-à-vis de ses actionnaires de faire évoluer la politique de rémunération, suscitant des attentes fortes.

La mission de la banque ROTHSCHILD s'articule autour de trois étapes clés :

- Recommandations sur la politique de rémunération d'ALTAMIR AMBOISE, faisant l'objet de cette présentation du 5 mars 2013
- Revue du positionnement boursier et des axes de communication financière : mission « en cours », que nous interprétons comme « non encore réalisée au 5 mars 2013 ».
- Elargissement de la base d'investisseurs et programme marketing : mission « en cours », que nous interprétons comme « non encore réalisée au 5 mars 2013 ».

Cette mission confirme que le problème de la décote était posé au management d'ALTAMIR dès fin 2012, au moment où MONETA commençait à présenter sur son site Internet son action auprès d'ALTAMIR (première communication pour l'AG du 29 mars 2012).

L'analyse de la banque ROTHSCHILD présentée début 2013 à ALTAMIR présente un sondage de marché réalisé auprès d'actionnaires représentant 22% du capital et 29% du flottant d'ALTAMIR, principalement des investisseurs français (pour 74%).

Investisseurs et analystes sell-side interrogés		Thèmes abordés	
Investisseur	Contact		
Moneta Asset Management	Romain Burnand	Altamir Amboise en bourse <ul style="list-style-type: none"> ■ Perception du secteur / opinion sur le cycle ■ Investissements préférés dans ce secteur ■ Depuis quand êtes-vous actionnaires d'Altamir Amboise ■ Perception de la décote / du TSR ■ Communication financière d'Altamir Amboise 	
Financière de l'Echiquier	Jose Berros		
LGT Capital Management	Benjamin Isler		
Raphael Motte			
Partners Group	Reinhold Munz		
Aviva Investors France	Christine Mitouard		
Jacques Gaillard			
Actis Asset Management	Georges Sauret		
Optimized Portfolio Management	Tom Berggren		
Raymond James AM Intl	Louis de Fets		
Exane Asset Management	Julien Sebban	Portefeuille d'Altamir Amboise <ul style="list-style-type: none"> ■ Qualité des actifs ■ Orientation de gestion / évolution vers l'international ■ Valorisation ■ Rotation des actifs 	
Eximium	Michel Baulé		
Cayenne Asset Management	James Hart		
Herald Investment Management	Katie Potts		
			Décote et retour aux actionnaires <ul style="list-style-type: none"> ■ Que faire pour réduire la décote ? ■ Modalités de retour aux actionnaires – 2 directions possibles <ul style="list-style-type: none"> - Dividende : rendement attendu ; dividende pérenne/stable et faible vs. moins prévisible, plus aléatoire mais peut-être plus significatif - Rachat d'actions
Analyste sell-side	Contact		
Dexion Capital	Hiba Larsson		
Numis Securities	Charles Cade		
JP Morgan Cazenove	Christopher Brown		
Oddo Securities	Raphael Hoffstetter		
HSBC Securities	Pierre Bosset		

 ROTHSCHILD

Selon ce sondage, le niveau actuel de la décote est jugé trop élevé lié à la faible visibilité des acteurs cotés français, la focalisation des fonds UK sur les sociétés cotées en Angleterre, une faible liquidité et un faible flottant du titre.

La décote est plutôt perçue comme une opportunité d'investissement. Les sondés perçoivent la qualité du portefeuille et la stratégie d'investissement, avec la récente diversification géographique opérée, mais déplorent une stratégie trop « française » et une forte exposition au secteur retail

Les trois actions proposées par les sondés pour réduire la décote sont :

- Le renforcement de la visibilité du titre : suivi par les brokers anglais, amélioration de la liquidité du titre, accroissement de la taille de la société ;
- L'internationalisation du portefeuille ;
- L'amélioration du « return » pour les actionnaires : mise en place d'un dividende fixe minimum combiné à des rachats d'actions opportunistes, faire un lien plus clair entre la politique de distribution et les plus ou moins-values générées, viser un rendement soutenable et pérenne.

Les conclusions de l'étude ROTHSCHILD sont les suivantes (conclusions dites « préliminaires » car il s'agit du premier volet d'une étude qui devait en comporter trois) :

2.6 Conclusions préliminaires

Une évolution de la politique de distribution attendue par les actionnaires

- 1** Sur longue période (10 ans), Altamir Amboise offre un return global de +127%, soit +9% par an, en ligne avec la moyenne de l'échantillon des comparables (+10%) et avec la moyenne de l'industrie¹ (+9%)
- 2** Cette performance historique soutenue masque une réalité moins favorable pour les actionnaires d'Amboise depuis la fusion le 04/06/2007 (TSR de -39% au 31/12/2012)
- 3** Au cours des 5 dernières années, le return pour les actionnaires est également négatif, tant en termes de TSR (-13%) que de cash retourné (-9%)
- 4** Quatre principales raisons expliquent sur un plan quantitatif cette sous-performance relative par rapport aux acteurs cotés les plus performants (HgCapital Trust et Deutsche Beteiligungs) :
 - Une politique de distribution moins généreuse que ses pairs car davantage tournée vers le réinvestissement des fonds
 - Une multiplication par 9 du montant des actifs sous gestion d'Altamir Amboise en 10 ans, de 50M€ au 31/12/2002 à 467M€ au 30/09/2012, masquant la performance réelle intrinsèque du portefeuille
 - Un creusement de la décote sur ANR qui se situait au 31/12/2012 à un niveau de 43%, par rapport à une décote moyenne de 29% pour le secteur (indice LPX Europe)
 - Une part importante de performance non réalisée dans le portefeuille

Note:
1 Sociétés composant l'indice LPX Europe

 ROTHSCHILD

L'étude, qui se situe dans un contexte de début d'activisme de MONETA, mais antérieurement à la Note des 15 et 17 avril 2015, met l'accent sur la dichotomie entre une performance historique soutenue et une politique de distribution moins favorable pour les actionnaires ordinaires.

Dans son e-mail du 14 septembre 2017 pour la société ALTAMIR, Maître Rudy LENTINY indique que « ALTAMIR a appliqué les recommandations de la banque ROTHSCHILD dès l'Assemblée Générale d'avril 2013. Cette nouvelle politique améliore le rendement du titre ALTAMIR (de l'ordre de 4% en fonction du niveau de la décote). [...] Le titre ALTAMIR avait bien réagi à l'annonce de la nouvelle politique de rémunération en gagnant 6,5%. Quant à la décote, elle s'est réduite en 2013 en passant de 43,5% à 27,6%. »

Selon ALTAMIR, la stratégie suivie par la société depuis 2013 est en tout point conforme à cette étude :

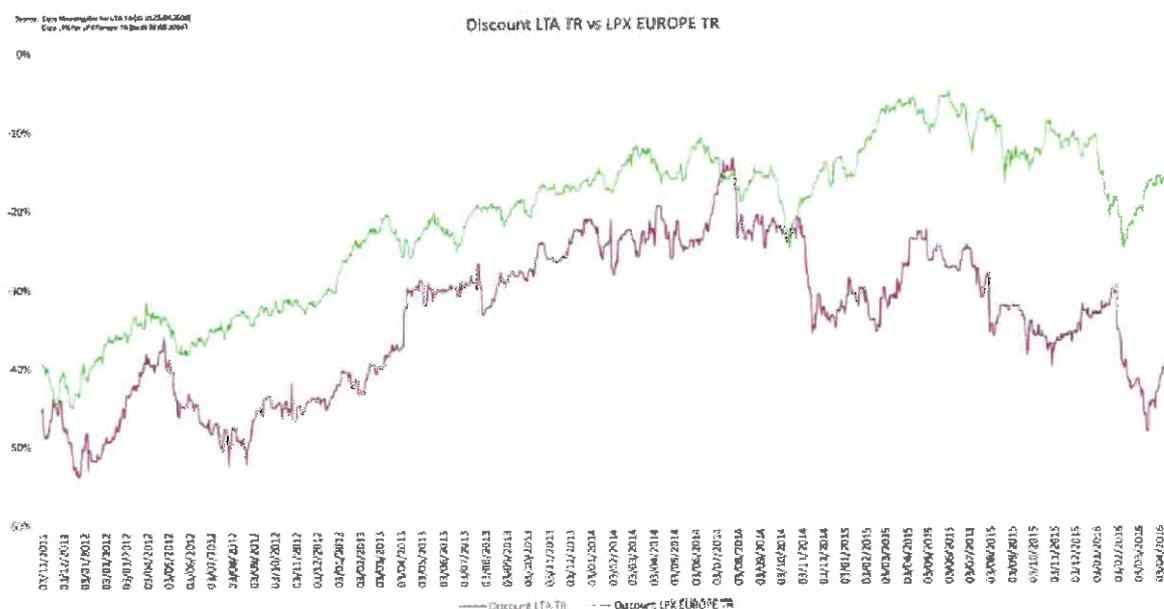
- Instauration d'une politique de dividendes simple, attractive et facilement lisible 3% de l'ANR de fin d'année ;
- Internationalisation croissante du portefeuille via les fonds APAX France VIII (B) / IX (B) et APAX VIII LP / IX LP, avec la nécessité de conserver plus de 50% du portefeuille en titres de l'Union Européenne pour conserver le statut fiscal SCR.
- Renforcement significatif de l'effort d' « Investor relation » avec le recrutement d'une personne dédiée d'où l'accroissement des honoraires refacturés (convention du 09.07.2013)
- Conservation du positionnement Fonds direct versus Fonds de Fonds (maximum 50 lignes)
- Focalisation des efforts marketing à l'international et sur les family offices.

5.2. DECOTE DU COURS DE LA SOCIETE ALTAMIR

Les fonds de capital-investissement cotés offrent l'avantage à leurs investisseurs de la liquidité de leurs parts par rapport à une investissement non coté. Cet avantage a souvent pour contrepartie une décote entre la valeur nette réévaluée par action des actifs de la société (ANR) avec la valeur du cours de bourse des titres.

Dans la mesure où le comportement des investisseurs boursiers est influencé par les conditions prévalant sur les marchés financiers, étrangers à la société dans laquelle ils investissent, il est plus important de comparer cette décote avec d'autres acteurs du marché en capital-investissement que de l'apprécier isolément.

Nous reprenons ci-dessous à titre d'illustration la comparaison de la décote du titre ALTAMIR par rapport à celle de l'indice LPX Europe sur la période 2011-2016 (source présentation de Monsieur Maurice TCHENIO du 6 janvier 2017) :



La courbe verte représente la décote de l'indice LPX Europe (généralement comprise entre -40% et -10%) et la courbe rouge en dessous celle d'ALTAMIR (généralement comprise entre -50% et -20%). On voit que mis à part le mois de juillet 2014, la décote d'ALTAMIR est supérieure à celles des sociétés européennes du secteur, avec un accroissement de l'écart à compter de novembre 2014, qui est attribué par ALTAMIR à l'activisme de MONETA et par MONETA à une gouvernance qui n'est pas en conformité avec les bonnes pratiques du marché.

Lors de la procédure d'expertise, M. TCHENIO et Mme COHEN nous ont indiqué que la décote est une caractéristique propre aux sociétés cotées de Private Equity, pour un montant compris entre 20 et 30% de l'ANR. Cela est plus marqué chez ALTAMIR du fait de sa cotation à Paris et non pas à Londres. Le cabinet Abergel a, par la suite, produit dans son étude du 16 décembre 2016 une comparaison montrant que la place de cotation est sans incidence sur la décote.

Les années 2016 et 2017 voient une remontée du cours de bourse d'ALTAMIR et une réduction de sa décote. La société MONETA nous a fait parvenir l'analyse du broker FIDANTE mettant en relief :

- au 13 juin 2016 une décote d'ALTAMIR de -39,5% contre une moyenne sur 7 sociétés cotées en Europe de Private Equity de -12,3% ;
- au 19 mai 2017 une décote d'ALTAMIR de -26,2% contre une moyenne sur 7 sociétés cotées en Europe de Private Equity de -3,8% (les sociétés Deutsche Beteiligungs et Gimv ayant un cours de bourse supérieur à leurs ANR).

Dans son analyse du 11 mai 2016 du titre ALTAMIR, la société HSBC faisait état d'une grande décote persistante sur le titre, attribuée selon eux à la contestation de MONETA de la politique des frais et de rémunération d'ALTAMIR, combinée à la faible liquidité des parts et l'absence de sociétés comparables sur Paris. La recommandation était à l'achat.

Dans son analyse du 10 mars 2017, la société MONETA n'est plus impliquée. La recommandation est toujours à l'achat avec la mise en relief d'une augmentation de plus de 40% de son ANR depuis début 2015. Il est cependant noté que la décote de l'ANR est toujours de 40%.

La société ALTAMIR considère que la manifestation visible de l'activisme de MONETA a cessé, ce qui explique la progression du cours du titre et de son ANR. Nous constatons cependant le même effet sur la décote. De plus, la recommandation d'achat d'HSBC est supportée par un paiement de dividende annuel régulier autour de 3% de la valeur de l'ANR et une année avec des désinvestissements records.

Nouveaux éléments et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

La communication du rapport de la banque ROTHSCCHILD sur les raisons de la décote boursière du titre ALTAMIR par rapport à son Actif Net Réévalué le 14 septembre 2017 par ALTAMIR amène des éléments nouveaux à l'analyse.

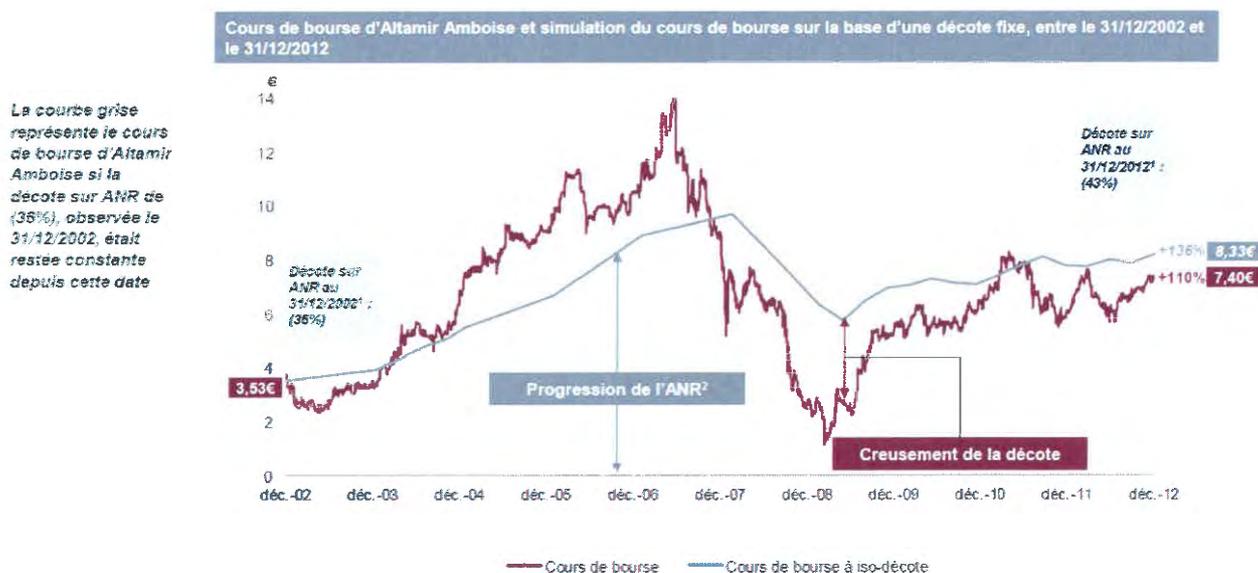
Cette mission démontre que le problème de la décote était posé au management d'ALTAMIR dès fin 2012.

Le rapport ROTHSCCHILD présente deux slides sur la mesure de la décote du titre ALTAMIR :

.Le premier graphe montre que la décote du titre ALTAMIR était déjà présente fin décembre 2002, à un niveau représentant 36% de l'ANR. L'actif net réévalué de la société a fortement progressé jusqu'en 2007, à la suite de quoi on constate un creusement de la décote boursière en 2008. Cette décote s'est contractée sur la période 2010, 2011 et 2012 pour arriver à une décote de 43% de l'ANR au 31 décembre 2012.

La décote de la valeur boursière du titre ALTAMIR par rapport à la valeur de son ANR est un phénomène récurrent, à des niveaux variables, dont un pic constaté fin 2008.

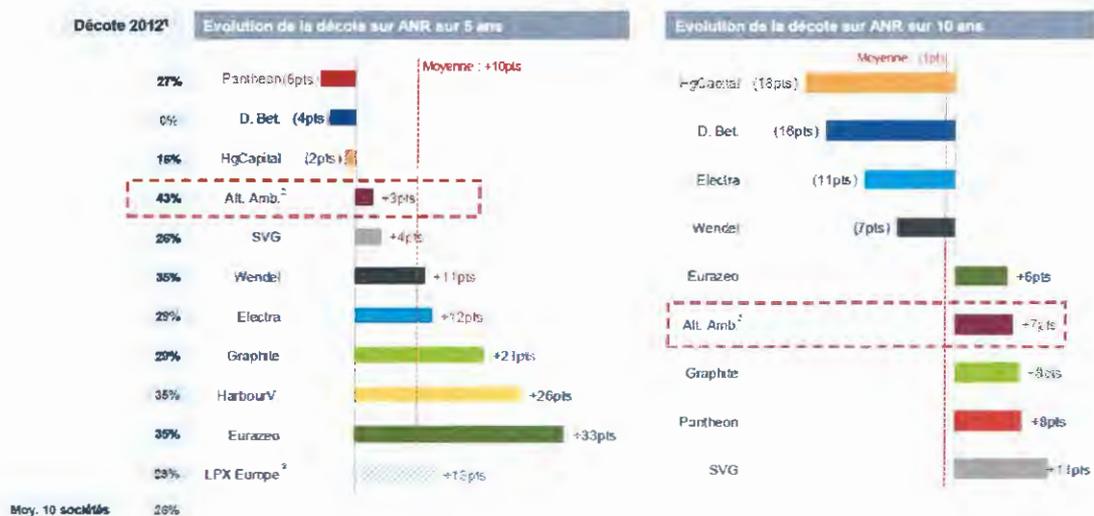
Cours de bourse à iso-décote



.Le rapport ROTHSCCHILD présente ensuite l'évolution de la décote de 10 sociétés de Private Equity comparables à ALTAMIR, qui montre que le phénomène de creusement de la décote est courant dans les sociétés comparables, à l'exception des seules sociétés HgCapital et Deutsche Beteiligung qui ont vu leur décote diminuer à la fois sur 5ans et 10 ans. Le creusement de la décote entre la valeur boursière et l'ANR des sociétés de Private Equity se constate également chez plusieurs sociétés comparables.

2.4 Benchmark de l'évolution de la décote sur ANR

HgCapital et Deutsche Beteiligungs sont les seuls fonds à avoir vu leur décote diminuer à la fois sur 5 ans et sur 10 ans



Cette étude de la banque ROTHSCHILD, sur la décote boursière du titre ALTAMIR par rapport à son ANR, montre que ce phénomène est largement antérieur à l'activisme de MONETA et généralisé dans les sociétés de Private Equity. Par rapport aux sociétés européennes du secteur, on note un accroissement de la décote à compter de novembre 2014, qui est attribué :

- selon ALTAMIR à l'activisme de MONETA ;
- et selon MONETA à une gouvernance qui n'est pas en conformité avec les bonnes pratiques du marché ainsi qu'à des performances médiocres pour les investisseurs, la décote étant cependant contenue par l'action de MONETA et de l'Association de Défense des Minoritaires.

5.3. ACTIONNARIAT DE LA SOCIETE ALTAMIR

L'actionnariat de la société intervient dans le processus de la décote : au 31 décembre 2015, il est constitué :

- Pour 27% environ par M. TCHENIO et les sociétés apparentées ;
- Pour 9,45% par MONETA ;
- Pour 5,02% par SEB Asset Management, grand gestionnaire de portefeuilles du nord de l'Europe ;
- Pour 4,97% par Red Rocks Capital, « le plus grand gestionnaire au monde d'investissements dans les sociétés de Private Equity » selon les propos de Monsieur TCHENIO
- Les 50% restants ne sont pas précisés dans le document de référence (sous le seuil des 5% de détention) mais sont répartis entre gestionnaires de portefeuilles et public.

Les investisseurs SEB AM et Red Rocks Capital sont des sociétés procédant à leurs propres analyses d'investissement et ne doivent pas être influencés par les articles de presse français ni par la note postée par MONETA sur son site Internet (en français).

L'influence de l'action de MONETA ne peut être visible que par des investisseurs français de taille plus modeste.

5.4. PERFORMANCE DE LA SOCIETE POUR LES INVESTISSEURS

5.4.1. Rentabilité de la société

Nous renvoyons à notre étude présentée ci-dessus, qui conclut que la performance d'ALTAMIR mesurée par le TRI cumulé de son ANR par action (dividendes réinvestis) est en ligne avec celle du secteur des sociétés de capital equity européennes, voire généralement au-dessus.

Dans son exposé du 21 juin 2016, M. TCHENIO nous indique que les réalisations en 2015 d'ALTAMIR ont été supérieures ou en ligne avec les objectifs annoncés en termes d'investissement, désinvestissement et création de valeur, avec 19,1% de croissance de l'ANR en 2015, de nouveaux investissements à l'international, et de bonnes perspectives pour 2016.

Nous estimons que le niveau de rentabilité satisfaisant de la société n'explique pas la décote du titre d'ALTAMIR par rapport à son ANR.

5.4.2. Distribution de dividendes aux actionnaires ordinaires

Dans son Dire récapitulatif du 12 juin 2017, ALTAMIR nous présente le tableau suivant concernant l'évolution du cours de bourse, la capitalisation boursière et les dividendes par action distribués par ALTAMIR depuis 2008 :

Performance d'Altamir du 31 décembre 2008 au 31 mai 2017

Au 31.12	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Au 31.5.17
Cours de bourse en €	2,53	5,25	6,42	6,01	7,40	10,32	10,32	11,18	12,77	16,5
Capitalisation boursière en €m	92	192	234	219	270	377	377	408	466	602
Dividende par action distribué en €	0,16	-	-	-	0,20	0,41	0,45	0,50	0,56	0,65

La société ALTAMIR met en relief la forte plus-value réalisée par MONETA qui détenait 2% du capital en 2008, 5% en 2009 et près de 10% en 2012 avant de rester à peu près stable.

En ce qui concerne les dividendes, les objectifs affichés dans le prospectus d'introduction en bourse d'ALTAMIR sur le Nouveau Marché en 1998 étaient de redistribuer un dividende annuel à hauteur de 90% du résultat distribuable.

On observe trois années sans distribution de 2009 à 2011. En amont de l'Assemblée Générale du 29 mars 2012, MONETA a proposé conjointement avec l'ADAM (Association de Défense des Actionnaires Minoritaires) un dividende 2012 sur la clôture 2011 de 1 € contre les 0,20 € proposés par la société (41 % du résultat social cumulé des 4 derniers exercices).

La proposition de MONETA était présentée comme un moyen de compenser et de réduire la décote de la société et évoquait des engagements passés visant une distribution très supérieure devant encore être augmentée par un changement stratégique d'investissement à l'étranger.

Cette proposition de MONETA était soutenue par PROXINVEST qui mettait en cause la structure verrouillée de la société et indiquait que *« en absence de changement de gouvernance, la rémunération ne profite pas équitablement à tous les actionnaires, ce qui entraîne un décalage dans la participation aux investissements souhaités par la société. (...) Une politique de distribution de dividende plus généreuse nous paraît rendre le cours plus attractif »*.

De son côté, M. TCHENIO indiquait poursuivre un objectif d'investissement jusqu'à 1 milliard d'actifs et que le maintien d'une trésorerie importante est nécessaire pour faire face aux engagements résiduels et futurs. Nous notons que dans le cadre de sa rémunération proportionnelle à la situation nette de la société, une mise en réserve du résultat distribuable lui était également favorable.

MONETA a commencé à communiquer sur son site Internet sur ses actions auprès d'ALTAMIR à compter de l'assemblée générale du 29 mars 2012 sur la distribution de dividendes.

Dans un article des Echos du 7 mars 2013, l'étude sur les causes de la décote du titre d'ALTAMIR conduite par la banque Rothschild (qui ne nous a pas été communiquée) aurait conduit ALTAMIR à augmenter le dividende à 41 centimes par actions et à le calculer sur une base de 2 à 3% de l'ANR. D'après Les Echos, M. TCHENIO aurait commenté que *« cette nouvelle politique, plus lisible et pérenne, devrait attirer de nouveaux investisseurs sur le titre »*, ce qui va dans le sens d'une diminution de la décote. Cette annonce a fait gagner 6,5% au titre ALTAMIR. La société MONETA estime toutefois cette augmentation insuffisante, qui ne représente que 26% du résultat 2012.

Nouveaux éléments et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

La société ALTAMIR nous a fait parvenir le 14 septembre 2017 une présentation de la banque ROTHSCHILD au Conseil de Surveillance d'ALTAMIR du 5 mars 2013.

Sur une base de 9 autres comparables constitué des sociétés HgCapital, Deutsche Beteiligungs, Wendel, Eurazo, SVG Capital, Electra Private Equity, Pantheon Int, HarbouVest, Graphite Enterprise, la banque ROTHSCHILD indique que la performance boursière de la société ALTAMIR à fin 2012 se situe en 7^{ème} position sur 3 et 5 ans et en 6^{ème} position sur 10 ans.

Les performances Total Shareholder Return (TSR : taux de rentabilité intégrant dividendes et plus-value) d'ALTAMIR sont légèrement en deçà des performances moyennes de l'échantillon comparable pour chaque période (42% versus 45% sur 3 ans, 13% versus 14% sur 5 ans, 127% versus 131% sur 10 ans).

2.2 Performances boursières et opérationnelles au 31/12/2012

Altamir Amboise se positionne dans le Tier 2 de son univers boursier de référence en matière de performances opérationnelles et boursières depuis 10, 5 et 3 ans

TSR (3 ans / 5 ans / 10 ans ¹)							
		3 ans	5 ans	10 ans			
Tier 1	1	SVG	+127%	1 HgCapital	+47%	1 HgCapital	+501%
	2	Pantheon	+108%	2 D. Bet.	+37%	2 D. Bet.	+401%
	3	Wendel	+95%	3 Electra	+23%	3 Wendel	+344%
	4	Electra	+59%	4 Pantheon	+5%	4 Electra	+296%
	5	HarbourVest	+55%	5 Graphite	(1%)	5 Graphite	+155%
Tier 2	6	Graphite	+49%	6 Wendel	(10%)	6 Alt. Amb.	+127%
	7	Alt. Amb.	+42%	7 Alt. Amb.	(13%)	7 Pantheon	+89%
	8	D. Bet.	+35%	8 HarbourVest	(21%)	8 Eurazeo	+49%
	9	HgCapital	+28%	9 Eurazeo	(42%)	9 SVG	(23%)
	10	Eurazeo	(5%)	10 SVG	(62%)		
Moy. LPX Europe		+45%	Moy. LPX Europe	(14%)	Moy. LPX Europe	+131%	

Source Bloomberg (31/12/2012), méthodologie Altamir Amboise pour Altamir Amboise, hypothèse d'un ANR au 31/12/2012 pour Altamir Amboise estimé de 13,00€

Bien que meilleur que la moyenne LPX Europe sur 3, 5 et 10 ans, l'évolution de l'Actif Net Réévalué par action, incrémenté des dividendes par action cumulés depuis 2002 est moins important pour le titre ALTAMIR que la majorité des comparables (8^{ème} position sur 10 sur 3 ans, 7^{ème} position sur 10 sur 5 ans et 5^{ème} position sur 9 sur 10 ans).

Les dividendes en numéraire cumulés d'ALTAMIR s'élèvent à 4% de la capitalisation initiale sur 3 et 5 ans, ce qui constitue un niveau assez faible (5^{ème} position sur 10 sur 3 ans et 6^{ème} position sur 10 sur 5 ans), alors que ces mêmes dividendes cumulés d'ALTAMIR s'élèvent à 65% de la capitalisation initiale sur 10 ans, le plaçant en 3^{ème} position sur 9 de l'échantillon.

L'étude montre également que la société ALTAMIR se place en queue de liste pour ses rachats d'actions cumulés (pas de rachat sur 3 et 5 ans et rachats de 1% de sa capitalisation initiale sur 10 ans).

Enfin, la société ALTAMIR se place en tête des augmentations de capital cumulées sur 10 ans, avec 472% de la capitalisation initiale, mais sans augmentations depuis 3 ans.

En prenant en compte les dividendes cumulés plus les rachats d'actions cumulés moins les augmentations de capital cumulées, l'étude ROTHSCCHILD conclut concernant le retour aux actionnaires : « La politique de distribution historique a généré un return en cash pour les actionnaires dans le bas de notre échantillon. »

2.3 Benchmark des retours aux actionnaires

La politique de distribution historique a généré un return en cash pour les actionnaires dans le bas de notre échantillon

Return cash total (en % de la capi. boursière initiale) (3 ans / 5 ans / 10 ans ¹)					
	3 ans		5 ans		10 ans
1 SVG	25%	1 D. Bet.	31%	1 D. Bet.	151%
2 D. Bet.	21%	2 Pantheon	11%	2 Wendel	114%
3 Pantheon	18%	3 Wendel	10%	3 Electra	105%
4 Wendel	15%	4 Eurazeo	9%	4 Eurazeo	66%
5 Eurazeo	9%	5 Graphite	8%	5 Graphite	60%
6 Alt. Amb.	4%	6 Electra	6%	6 HgCapital	(23%)
7 Graphite	3%	7 HarbourVest	0%	7 SVG	(34%)
8 HarbourVest	1%	8 SVG	(6%)	8 Pantheon	(140%)
9 Electra	-	9 Alt. Amb.	(9%)	9 Alt. Amb.	(406%)
10 HgCapital	(18%)	10 HgCapital	(13%)		

Return cash total (en % de l'ANR initial) (3 ans / 5 ans / 10 ans ¹)					
	3 ans		5 ans		10 ans
1 D. Bet.	17%	1 D. Bet.	30%	1 D. Bet.	128%
2 SVG	14%	2 Eurazeo	9%	2 Wendel	67%
3 Wendel	12%	3 Wendel	7%	3 Electra	64%
4 Eurazeo	6%	4 Graphite	7%	4 Graphite	48%
5 Pantheon	5%	5 Electra	5%	5 Eurazeo	47%
6 Graphite	2%	6 Pantheon	4%	6 HgCapital	(15%)
7 Alt. Amb.	2%	7 HarbourVest	0%	7 SVG	(29%)
8 HarbourVest	0%	8 SVG	(4%)	8 Pantheon	(61%)
9 Electra	-	9 Alt. Amb.	(5%)	9 Alt. Amb.	(260%)
10 HgCapital	(16%)	10 HgCapital	(11%)		

Dans son Dire récapitulatif n° 2 du 30 septembre 2017, la société ALTAMIR indique que le niveau de distribution des dividendes n'est pas une cause endogène de la décote depuis l'annonce de la nouvelle politique de rémunération en mars 2013, correspondant au plan d'action mis en place suite à l'étude ROTHSCCHILD.

Dans son Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport du 30 septembre 2017, la société MONETA ASSET MANAGEMENT indique que les distributions de dividendes sont insuffisantes et les opérations de rachat d'actions ordinaires inexistantes.

Avis de l'expert :

Nous estimons que le faible niveau de distribution des dividendes de la société ALTAMIR, qui a augmenté depuis le rapport ROTHSCHILD en 2012, reste une cause endogène de décote du titre de la société.

5.5. GOUVERNANCE DE LA SOCIETE

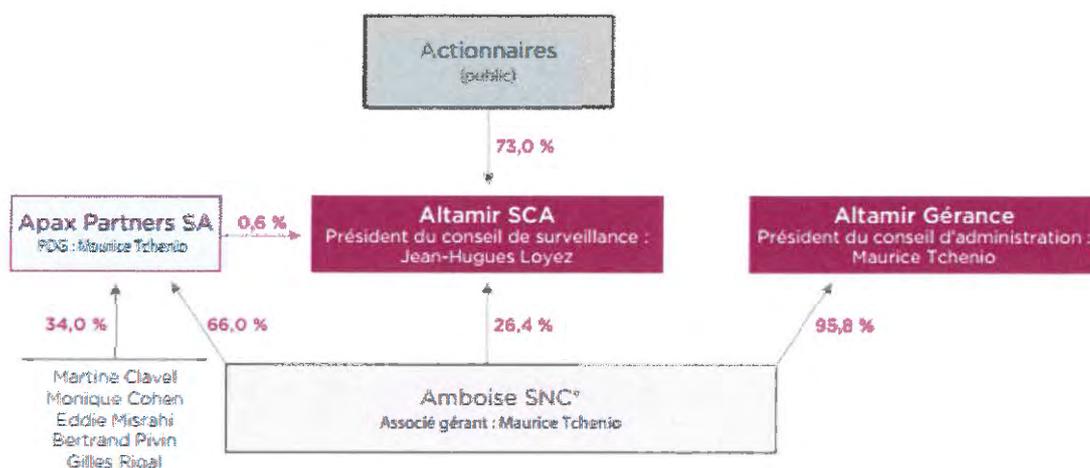
La structure de Commandite par Actions garantit les droits de gestion à l'associé commandité, alors que les investisseurs (associés commanditaires) apportent les capitaux sans intervention dans la gestion mais avec un droit d'information de la part de l'associé commandité et de regard sur le contrôle de la société au travers la nomination du Conseil de Surveillance. Le Conseil de Surveillance a le même pouvoir que les Commissaires aux comptes mais ne peut pas s'immiscer dans la gestion. Il peut également donner son avis sur l'application des règles d'évaluation des sociétés du portefeuille et sur les éventuels conflits d'intérêt.

5.5.1. Conflits d'intérêts et rôle du Conseil de surveillance

Dans son Dire récapitulatif du 12 juin 2017, la société ALTAMIR indique que l'intérêt de M.TCHENIO est mécaniquement aligné avec ceux des autres actionnaires d'ALTAMIR par sa détention, à travers les sociétés qu'il contrôle, à savoir Amboise SAS et APAX Partners SA, de 27% du capital et des droits de vote d'ALTAMIR.

M.TCHENIO est certes par ce biais intéressé au versement des dividendes ordinaires, mais il est principalement intéressé par la prime de management « carried interest » de 20% du résultat retraité réservé aux détenteurs d'actions B et à la Gérance, ainsi qu'aux diverses rémunérations de la gérance et de la société de Conseil en Investissement (2% de la situation nette plus des refacturations de personnel et autres honoraires) dont il est aux commandes. Nous rappelons que M.TCHENIO est au 31 décembre 2015 Président du Conseil d'Administration de la société ALTAMIR Gérance, associé commandité et société gérante d'ALTAMIR, ainsi que Président Directeur Général d'APAX Partners, la Société de Conseil en Investissement d'ALTAMIR, et également associé gérant d'Amboise SNC, société réalisant la direction financière, la relation investisseur et la comptabilité générale d'ALTAMIR en refacturant des honoraires à ALTAMIR.

ORGANIGRAMME ACTIONNARIAL AU 31 DÉCEMBRE 2015



* Amboise SNC est détenue à 100 % par Maurice Tchenio et sa famille. Amboise SNC a changé de forme juridique au 1^{er} janvier 2016 et est devenue Amboise SAS.

Les sociétés Apax Partners MidMarket et Apax Partners LLP sont des entités indépendantes sans aucun lien capitalistique entre elles ou avec Altamir Gérance, Apax Partners SA et Amboise SAS.

Avant 2010, M. TCHENIO dirigeait également la société de gestion APAX devenue APAX Partners MidMarket SAS, société dans laquelle ALTAMIR a souscrit dans de nouveaux fonds dédiés à compter de 2011. Cette situation fait dire à ALTAMIR dans son Dire récapitulatif du 12 juin 2017 : « De ce fait, pour la première fois depuis la création d'ALTAMIR, il n'y a plus unicité de pouvoir décisionnel entre ALTAMIR GERANCE et la société de gestion gérant le FPCI APAX France VIII, APAX Partners Midmarkets SAS. »

On note également la démission le 6 mai 2015 de la directrice générale déléguée d'ALTAMIR GERANCE, Mme COHEN, en poste depuis 12 ans et également titulaire d'actions B permettant l'obtention d'une rémunération à la performance, qui a continué ses fonctions auprès d'APAX Partners Midmakets SAS. Cette démission en bonne entente a permis d'une part de séparer les fonctions entre d'APAX Partners Midmakets SAS et APAX Partners SA, tout en renforçant l'unicité de contrôle de M. TCHENIO au sein d'ALTAMIR.

Face à cette situation, la société MONETA dénonce un verrouillage du capital et du pouvoir par M. TCHENIO et l'absence de contrôle efficace par le Conseil de Surveillance, ce qui aurait « progressivement permis à son dirigeant d'imprimer un modèle de gouvernance et de rémunération centré sur son profit personnel au détriment de l'intérêt social et de celui des actionnaires minoritaires. »

ALTAMIR est doté d'un Conseil de Surveillance composé de 6 membres au 31 décembre 2015, nommés par les titulaires d'actions ordinaires pour des mandats de deux ans renouvelables.

Conformément aux Statuts d'ALTAMIR, le conseil de surveillance décide de l'affectation des bénéficiaires à soumettre à l'assemblée. Il doit autoriser toute modification de la charte de co-investissement entre ALTAMIR et APAX PARTNERS SA. Le conseil de surveillance est également consulté sur l'application des évaluations des sociétés du portefeuille, sur les éventuels conflits d'intérêts et préalablement à l'acceptation de nouveaux mandats dans une autre société par le Gérant.

Il n'existe pas d'autre limitation formelle aux pouvoirs de la Gérance.

En 2012, le Conseil de Surveillance a effectué une auto-évaluation à partir d'un questionnaire auquel chaque membre a répondu. Le rapport de synthèse a été discuté lors de la réunion du 7 novembre 2012 et les points soulevés suivants ont été intégrés au document de référence ALTAMIR 2012 :

- Souhait de recevoir les dossiers avant les réunions du Conseil ;
- Souhait de voir les membres du Conseil émettre des propositions à porter à l'ordre du jour ;
- Avoir un plan annuel pour les réunions permettant de s'assurer que tous les thèmes majeurs seront abordés et traités ;
- Pouvoir auditionner les membres du management du Groupe pour dialoguer avec eux ;
- Adresser les projets de PV plus rapidement ;
- Obtenir plus d'informations sur les facteurs de risques ;
- Analyser les causes de succès et d'échecs ;
- Avoir une vision claire du degré de contrôle interne.

Dans le compte rendu (obtenu tronqué) du Conseil de Surveillance du 7 novembre 2012, une synthèse des résultats de cette évaluation et des pistes d'amélioration suggérées est évoquée sans être détaillée. De même, le Conseil de surveillance autorise la modification à compter du 1^{er} janvier 2013 des deux conventions d'assistance à la relation actionnaires et investisseurs d'une part et prestation de service (comptabilité et gestion comptable du portefeuille) sans autres commentaires.

L'ordre du jour signale aussi un point sur la mission confiée à la banque Rothschild « *Comment réduire la décote ?* » et sur les responsabilités respectives du Gérant et du Conseil de Surveillance, dont le compte rendu a été tronqué alors qu'elles sont directement liées à notre procédure d'expertise.

Les conclusions de cette mission sur la décote, présentées au Conseil de Surveillance en 2012, ont été masquées dans le compte rendu transmis par ALTAMIR et n'ont pas été présentées lors de nos différents échanges d'expertise précédant l'émission de notre pré-rapport. Ce sujet a fait l'objet de débats et de Dires étoffés postérieurement (repris dans les sections « Nouveaux éléments et Dires postérieurement à notre pré-rapport » relatives à ce chapitre sur la décote du titre d'ALTAMIR).

En 2013, le Conseil de Surveillance s'est réuni sept fois et a examiné d'après le document de référence les rapports de la gérance sur les informations concernant les valorisations des sociétés du portefeuille, les situations trimestrielles et les arrêtés semestriels et annuels. Le formulaire d'auto-évaluation du Conseil de Surveillance fait ressortir, d'après le document de référence 2013, les points suivants :

- Obtenir plus d'informations sur les facteurs de risques ;
- Analyser les causes de succès et d'échecs ;
- Aborder plus régulièrement l'évolution stratégique 3-5 ans.

Dans le compte rendu (obtenu tronqué) du Conseil de Surveillance du 14 novembre 2013, on note également le souhait du Conseil de Surveillance d'avoir la possibilité de rencontrer les membres de l'équipe APAX basée à Londres.

En 2014, le document de référence indique sept réunions du Conseil de Surveillance et l'examen des rapports de la Gérance sur les informations concernant la valorisation des sociétés du portefeuille, les situations trimestrielles et les arrêtés semestriels et annuels. Son auto-évaluation d'après le document de référence fait ressortir une absence de dysfonctionnement et quelques points pouvant faire l'objet d'améliorations :

- Aborder plus régulièrement l'évolution stratégique 3-5 ans ;
- Etudier l'adéquation de la durée des mandats des membres du Conseil

En 2015, le document de référence indique que le Conseil de Surveillance s'est réuni dix fois et a examiné les rapports de la gérance sur les informations concernant les valorisations des sociétés en portefeuille, les situations trimestrielles et les arrêtés semestriels et annuels, ainsi que le reporting analytique. Il a également revu la stratégie d'investissement et de gestion de la trésorerie. Il a présenté ses recommandations sur les opportunités de placement. Il a revu en détail les méthodes de valorisation. Les réponses au questionnaire d'auto-évaluation du Conseil de Surveillance et du Comité d'Audit n'ont fait ressortir aucun dysfonctionnement.

Dans le compte rendu (obtenu tronqué) du Conseil de Surveillance du 5 mai 2015, on note l'insistance d'un membre du Conseil de Surveillance de disposer la documentation à l'avance. On y lit également : « *Par ailleurs, il a été demandé d'essayer de planifier les réunions du Conseil à thèmes spécifiques, de créer des possibilités d'échanges entre les membres du Conseil et certains managers du groupe et enfin d'améliorer la documentation relative à l'évolution stratégique* ».

Le compte rendu du Conseil de Surveillance du 5 mai 2015 a également pour ordre du jour l'analyse des frais / réponse à Barwon et le dossier Moneta (analyse de la situation et actions à entreprendre), sans que le compte rendu de ces échanges ne nous ait été communiqué.

Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

Dans son Dire récapitulatif n° 2 du 30 septembre 2017, la société ALTAMIR indique que « *les intérêts de Maurice TCHENIO sont alignés avec ceux des actionnaires ordinaires* ». La politique de gestion menée par M. TCHENIO en décidant en 2010 d'investir essentiellement dans les fonds gérés par APAX MIDMARKET et APAX PARTNERS LLP, « *a eu pour effet direct de réduire les honoraires et le carried interest revenant aux sociétés qu'il contrôle. Une telle politique est clairement à l'abri de tout conflit d'intérêt* ».

« La mise en réserve d'une partie des résultats a ainsi eu pour objet, non d'augmenter les revenus des sociétés de Maurice TCHENIO, mais d'atteindre un volume de capitaux gérés permettant d'améliorer encore la rentabilité et de mieux répartir les risques ».

Dans son Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport, la société MONETA ASSET MANAGEMENT présente plusieurs situations caractérisant selon elle des conflits d'intérêts :

- « *APAX MIDMARKET SAS est [...] en position à la fois de « fournisseur d'opportunités d'investissement » à travers ses propres véhicules pour ALTAMIR et de prestataire de services de conseil au profit d'APAX PARTNERS SA (laquelle est détenue par le représentant du gérant d'ALTAMIR, Monsieur TCHENIO). Cette situation prive APAX MIDMARKET SAS de toute indépendance dans sa prestation de conseil [...]* » ;

Ce premier point justifie, selon MONETA ASSET MANAGEMENT, une demande de documentation complémentaire concernant l'ensemble des documents relatifs aux relations contractuelles liant ALTAMIR à APAX MIDMARKET SAS et APAX PARTNERS SA.

- « *Des rachats/annulation d'actions B par ALTAMIR effectués en vue d'une optimisation fiscale personnelle de l'équipe de gestion et en violation de la procédure légale et statutaire, présentées une première fois à l'assemblée du 23 avril 2015 avant d'être à nouveau soumises à l'accord des actionnaires (et rejetées par l'assemblée) le 15 avril 2016.* »
- « *Les très faibles distributions [dividendes ou rachats d'actions] au profit des commanditaires, dénoncées constamment par MONETA, bénéficient directement à Monsieur TCHENIO puisque l'essentiel de sa rémunération est assis sur la situation nette de la société ALTAMIR* ».

Avis de l'expert :

Les différents mandats exercés par M. TCHENIO autour de la société ALTAMIR, générant pour lui différentes sources de revenus plus importantes que les dividendes obtenus en tant qu'actionnaire ordinaire à 27% d'ALTAMIR le mettent dans une situation favorisant les conflits d'intérêt. La mise en réserve des résultats d'ALTAMIR au détriment de la distribution de dividendes augmente la situation nette de la société, qui est une des bases de la rémunération statutaire.

Des débats ont été relevés concernant des opérations de rachat d'actions B par la société ALTAMIR, sanctionné par le rejet des résolutions correspondantes lors des assemblées de 2014 et 2016.

Cette situation est en partie contenue par un Conseil de Surveillance soucieux de mieux avoir un accès à l'information, comme le montrent les souhaits exprimés par ce dernier lors des dernières auto-évaluations de sa fonction.

Cette amélioration dans les retours d'auto-évaluation du Conseil de Surveillance dans le temps apparaît de nature à améliorer dans le temps l'efficacité du Conseil de Surveillance.

5.5.2. Hurdle rate

Comme analysé ci-dessus, l'absence de seuil de déclenchement de la rémunération à la performance (« hurdle rate ») est en soi une mauvaise pratique de gouvernance, qui peut avoir une influence sur l'investissement des sociétés de gestion de portefeuille (principaux actionnaires d'ALTAMIR après M.TCHENIO).

La société ALTAMIR a d'ailleurs adopté un hurdle rate de 8% en 2017 sur une partie de ses positions.

Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

Dans son Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport du 30 septembre 2017, la société MONETA ASSET MANAGEMENT indique que la mise en place très tardive et incomplète d'un « hurdle rate » est une cause endogène de la décote. Elle s'appuie sur la Note à Expert n°4 du Cabinet ABERGEL dont les simulations montrent que sur les différentes périodes temporelles retenues, le TRI de l'ANR d'ALTAMIR est tantôt inférieur, tantôt égal, tantôt supérieur à 8%, ce qui pourrait signifier qu'ALTAMIR n'aurait alors eu droit à aucun montant au titre du « carried interest » si un « hurdle rate » de 8% avait existé pendant cette période sur l'ensemble du portefeuille.

Cela conduit MONETA à conclure que l'absence de « hurdle rate » est nécessairement un facteur de baisse de valeur pour l'actionnaire minoritaire.

Dans son Dire récapitulatif n°2 du 30 septembre 2017 pour le compte d'ALTAMIR, Maîtres Philippe GINESTIE et Frédéric PELTIER écrivent « *la pratique en Europe est de calculer ce seuil de performance sur l'ensemble du fonds. ALTAMIR étant un fond dit evergreen, on ne peut attendre la liquidation du fonds pour calculer ce seuil de performance et verser le carried interest. En conséquence, dans un tel fonds, si un hurdle rate est mis en place, il convient, chaque année, avant le versement du carried interest, de vérifier si la performance cumulée des cessions effectuées depuis l'origine est restée supérieure à ce seuil ; Se limiter à l'appréciation de la performance des seules cessions réalisées dans l'année n'aurait en effet aucun sens et ne permettrait pas d'apprécier la performance de l'ensemble du fonds. En l'espèce, ALTAMIR a démontré que le TRI de l'ensemble des investissements de LBO/Growth cédés au 30 juin 2012 s'élevait à 19,6% et que, réactualisé au 31 décembre 2016, celui-ci est de 18,8%. Il apparaît donc clairement que le seuil de performance de 8% a été largement franchi, de sorte que le carried interest aurait été versé si un hurdle rate avait été mis en place.* »

Dans un e-mail du 13 octobre 2017, Maître Rudy LENTINI nous communique pour la société ALTAMIR « *le TRI cumulé sur les participations cédées depuis l'origine d'ALTAMIR respectivement au :*

- 31/12/2016 : 18,8%
- 31/12/2015 : 20,6%
- 31/12/2014 : 20,6%
- 31/12/2013 : 19,9%
- 31/12/2012 : 20,3%

Le TRI a ainsi été, année après année, très largement supérieur au seuil de performance de 8%. L'évocation d'un préjudice subi par les actionnaires du fait de l'absence de hurdle rate est donc sans pertinence. »

Dans un e-mail du 27 octobre 2017, la société MONETA souligne qu' « *il convient de s'attacher non pas au TRI brut mais au TRI par action (TRI net investisseur). Le TRI net investisseur sur 15 ans à fin 2014 n'est que de 3,7%... un niveau inconciliable avec les données avancées et très partielles données par ALTAMIR. A l'évidence, aucun carried n'aurait été versé si un hurdle rate digne de ce nom avait été mis en place »*

Dans son Dire n°9 du 15 janvier 2018, la société ALTAMIR rappelle que MONETA a voté sans réserve pour l'adoption d'un TRI global en avril 2017, c'est-à-dire un hurdle rate s'appréciant sur l'ensemble du portefeuille en cumulatif. ALTAMIR rappelle aussi que les TRI de respectivement 20,3% et 18,8% fin 2012 et fin 2016 ont fait l'objet d'une attestation d'Ernst&Young.

Dans son e-mail du 18 janvier 2018, la société MONETA écrit que « *la condition de hurdle rate, qui ne s'applique que depuis 2017 est seulement un petit pas en avant puisqu'elle concerne les co-investissements initiés après 2011 et ne concerne que 8% du portefeuille.* » Elle ajoute « *Nous avons en particulier souligné que la « bonne pratique » dans le cas d'ALTAMIR qui a des capitaux permanents serait que le carried interest soit calculé sur l'évolution de l'ANR par action d'ALTAMIR, après hurdle rate. [...] Cette méthode permettrait un bien meilleur alignement des intérêts entre les actionnaires de la société, son Gérant et ses différentes parties prenantes. »*

Enfin, et pour être exhaustif, la société ALTAMIR n'a pas repris ce thème dans son Dire n°10 du 23 janvier 2018, sauf à prier l'expert de ne pas prendre en compte les observations formulées par MONETA le 18 janvier 2018, car exprimées postérieurement au délai final du 15 janvier 2018 pour les ultimes observations des Parties.

Avis de l'expert :

Il ne nous appartient pas de nous prononcer sur la meilleure méthode de calcul du seuil de déclenchement, et par conséquent sur l'impact de ce seuil sur le versement d'une rémunération à la performance pour le management.

L'absence de hurdle rate sur l'actionnariat sera variable en fonction de leur connaissance des mécanismes de fonctionnement des sociétés de Private Equity. Pour l'actionnariat d'ALTAMIR, cet impact devrait rester faible.

Nous estimons que l'absence de seuil de déclenchement de la rémunération à la performance a pu être, en faible partie, une cause endogène de décote du titre de la société, cette absence donnant « carte blanche » à la gestion du management, sans que cette dernière ne soit formellement indexée sur les performances réalisées.

5.5.3. Frais de gestion et « say on pay »

Comme indiqué dans notre analyse de la Note de MONETA des 15 et 17 avril 2015, les principaux griefs sur les frais de gestion remontés par MONETA sont :

- Le décalage de communication entre l'absence d'impact de la nouvelle stratégie d'investissement dans les Fonds d'APAX Mid Markets et leur effet réel sur les frais supportés par ALTAMIR aux conditions normales du marché ;
- L'opacité des frais refacturés par les sociétés liées à la Gérance, leur double emploi avec la rémunération prévue statutairement et le manque de considération pour le vote des actionnaires concernant le rejet en assemblée générale de deux conventions réglementées (conventions d'assistance comptable, financière et relative à la relation investisseurs entre ALTAMIR GERANCE et ALTAMIR), qui ont ensuite été appliqués sous la forme d'un contrat de service classé en convention courante.

Cette opacité est renforcée par une information absente ou incomplète sur la rémunération de M.TCHENIO.

Lors de l'assemblée générale sur les comptes 2013, la société a écarté les nouvelles recommandations formulées par le code AFEP/MEDEF en juin 2013 concernant le vote consultatif à soumettre aux actionnaires sur la rémunération des dirigeants mandataires, au motif que la rémunération du gérant est fixée par les Statuts, sans prendre en considération ses autres sources de revenus.

Lors de l'Assemblée de 2015 sur les comptes 2014, la société ALTAMIR a soumis la rémunération de M.TCHENIO au vote consultatif des actionnaires sur la base d'une rémunération qui a été ressentie comme parcellaire par MONETA. Lors de l'Assemblée Générale annuelle de 2016, une résolution sur la rémunération de Madame COHEN a été également soumise au vote consultatif.

La rémunération de M. TCHENIO présentée au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015 est présentée comme suit :

- Rémunération de la holding Amboise SNC pour 292 704 €
- Dividendes de parts B pour 581 684 € et dividendes de l'associé commandité 580 175 €
- Mise à disposition d'une voiture par Amboise SNC pour 7 512 €.

Le Code de l'AFEP/MEDEF concernant le gouvernement d'entreprise prévoit l'indication de la rémunération du dirigeant. Dans le cas d'ALTAMIR, il s'agit d'un dirigeant personne morale, ALTAMIR GERANCE, dont Monsieur TCHENIO est Président du Conseil d'Administration, et détenu à 95,8% par AMBOISE SNC, avec Maurice TCHENIO associé Gérant. Dans ce cas la rémunération à indiquer devrait concerner la personne physique détenant la chaîne de contrôle.

L'expert a envoyé une demande de précision auprès de l'AMF sur les éléments de rémunération à inclure dans le cadre de la consultation des actionnaires d'ALTAMIR sur la rémunération des dirigeants (« say on pay »). Nous avons obtenu la réponse de l'AMF après communication de notre pré-rapport (cf « Nouveaux éléments et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport » ci-après).

La société PROXINVEST a relevé la complexité du schéma de rémunération des dirigeants et le manque d'exhaustivité apparent des chiffres soumis au vote. Elle a émis un commentaire défavorable sur les résolutions de « Say on Pay » en 2015 et 2016 pour manque d'exhaustivité sur l'information proposée, en opposition avec ses engagements de transparence.

Lors d'une réunion d'expertise, M. LEROY de PROXINVEST explique que l'information a été jugée parcellaire, avec l'absence de communication des éléments de rémunération liés à la participation de M. TCHENIO dans ALTAMIR GERANCE et APAX PARTNERS, qu'il détient majoritairement.

En l'absence de publication des comptes d'APAX PARTNERS en 2015, M. LEROY ne peut pas estimer avec fiabilité la distribution de dividende de cette société à M. TCHENIO, tout en l'estimant « au bas mot » à « 3 millions d'euros supplémentaires pour 2015 ». Il déplore la même absence de précisions sur la rémunération de Mme COHEN, Directeur Général Délégué de la société ALTAMIR GERANCE jusqu'en mai 2015.

De plus, M. LEROY revient sur le caractère inconditionnel de la rémunération au succès de la société Gérante et des porteurs d'actions B, l'absence de « hurdle rate » (rendement minimal pour déclencher ces dividendes) étant selon lui une seconde faiblesse majeure de la politique de rémunération d'ALTAMIR dénoncée par PROXINVEST.

M. LEROY analyse également le comportement des actionnaires consultés en assemblée générale lors des votes des résolutions par rapport au taux de désapprobation moyen des diverses résolutions du CAC All Tradable suivi par PROXINVEST (échantillon de 326 sociétés et 386 assemblées en 2016). Selon ce rapport, le calcul du taux moyen de désapprobation aux assemblées générales d'ALTAMIR en 2016, 2015 et 2014 serait supérieur au taux moyen constaté sur le marché de 13% à 28% selon les années, ce qui place ALTAMIR dans les classements de PRXINVEST parmi les dix sociétés françaises les plus critiquées par leurs actionnaires.

Sur la résolution de Say on Pay, M. TCHENIO affirme ne percevoir aucune rémunération d'Altamir Gérance ou d'Apax Partners, seulement une rémunération de 300 000 euros de la part de la holding AMBOISE, plus la quote-part de dividendes (carried interest).

Selon M. TCHENIO, les dividendes d'APAX PARTNER ne concernent pas uniquement l'activité d'ALTAMIR et les montants gagnés par ce dernier ne sont pas en lien avec les coûts supportés par ALTAMIR. MONETA déplore l'absence de publication des comptes d'APAX PARTNER et ALTAMIR a refusé de les verser à l'expertise.

Nouveaux éléments et Dires des Parties postérieurement à notre pré-rapport :

Notre pré-rapport a été communiqué aux Parties le 31 juillet 2016, soit un mois avant la réponse par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) à la question qui lui avait été posée par l'expert : après rappel du code de l'AMF/MEDEF prévoyant l'indication de la rémunération du dirigeant aux actionnaires d'une société cotée, nous avons précisé l'organisation de la société en commandite par actions ALTAMIR et demandé à l'AMF si cette communication devait inclure la participation aux revenus de M.TCHENIO liée à ses détentions de capital dans ALTAMIR GERANCE, AMBOISE SNC et APAX PARTNERS SA.

Madame Anne MARECHAL, Directrice de l'AMF a répondu le 31 août 2017 en ces termes : « *S'agissant des revenus perçus par un dirigeant social au titre de ses « détentions de capital » dans des sociétés tierces, nous n'avons pas connaissance de dispositions légales imposant à un dirigeant social d'une société commerciale d'informer les actionnaires de cette société sur le montant des revenus du capital perçus dans lesdites sociétés tierces.* »

Dans un e-mail du 23 septembre 2017, Maître Guillaume-Denis FAURE écrit pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT que la réponse de l'AMF ne lui paraît pas prendre position sur la question posée et prévoit de lui demander de préciser sa réponse.

Dans leur Dire n°10 du 29 septembre 2017 d'observation sur le pré-rapport, Maîtres Dominique STUCKI et Sylvain CLAVE écrivent pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT que l'AMF a mésinterprété la question posée et que « *L'opacité de la direction d'ALTAMIR sur ses différentes rémunérations directes et indirectes versées par la société est un important facteur de décote* ». Ils rappellent les éléments suivants précédemment débattus :

- *« Des difficultés avec lesquelles MONETA a obtenu la mise à l'ordre du jour de la résolution Say on Pay (à partir de 215 au lieu de 2014)*
- *De la présentation – très incomplète et tronquée-de la rémunération de Madame COHEN (à partir de 2016 et non 2014)*
- *Du vote massif des minoritaires contre ces résolutions, qui n'ont pu être adoptées que grâce au poids des voix de Monsieur TCHENIO, dont la prise en compte est d'ailleurs très discutable.* »

Il conclut en indiquant que l'occultation des sommes perçues par ALTAMIR GERANCE et celles touchées indirectement par M. TCHENIO est en infraction avec le droit boursier et que cette volonté de dissimulation des différents revenus versés par ALTAMIR à M. TCHENIO contribue fortement à alimenter la défiance du marché.

Dans leur Dire récapitulatif n°2 du 30 septembre 2017 pour le compte d'ALTAMIR, Maîtres Philippe GINESTIE et Frédéric PELTIER relèvent que la réponse de l'AMF est sans équivoque et que « *la déclaration de la rémunération versée par AMBOISE SAS à Maurice TCHENIO est conforme. Et, l'information ne doit pas inclure les dividendes liés aux détentions de capital de sociétés tierces.* » Ils nous demandent de considérer l'argumentaire concernant une information lacunaire sur le « Say on Pay » comme une prétendue cause endogène forgée par MONETA et de reconsidérer notre opinion sur les causes endogènes pouvant expliquer la décote.

Dans une « Note en réponse au Dire récapitulatif n°2 d'ALTAMIR » du 27 octobre 2017, Maître Dominique STUCKI revient pour MONETA ASSET MANAGEMENT sur les points précédemment abordés sur le « Say on Pay », en s'appuyant sur une communication de Maître Pascal DURAND-BARTHEZ, qui a été de 2014 à 2017 le secrétaire général du Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE), chargé du suivi de l'application du code de gouvernement d'entreprise pour les sociétés cotées qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF. Ce dernier précise que la résolution Say on Pay était applicable à la société ALTAMIR dès l'assemblée générale réunie en 2014 statuant sur les comptes clos au 31 décembre 2013 d'une part, et l'absence de distinction entre un gérant personne morale et personne physique. Il rappelle enfin l'exigence d'exhaustivité de l'information en matière de rémunération, sans relever explicitement d'exemple de non-exhaustivité sur les montants déclarés concernant M. TCHENIO en 2016. Il précise cependant que cette dernière rémunération manque de clarté : « *l'information donnée par la société à ses actionnaires sur les « mécanismes incitatifs liés aux performances de leur société » est fort peu éclairante* » et « *la distinction entre la rémunération des services de gérance et la rémunération du risque de l'associé commandité n'est pas clairement opérée* ».

Avis de l'expert

La référence au code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP/MEDEF est une démarche volontaire d'ALTAMIR.

La présentation à l'assemblée générale ordinaire annuelle de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, suivie d'un vote consultatif des actionnaires, est prévue à l'article 24.3 du code AFEP-MEDEF (version juin 2013 et novembre 2015). Cette disposition est applicable aux sociétés en commandite par action, sans distinction entre le Gérant personne morale et le Gérant personne Physique.

Il est établi que la société ALTAMIR a écarté cette disposition lors de l'assemblée statuant sur les comptes clos au 31 décembre 2013, en expliquant dans son document de référence que la rémunération du Gérant était fixée dans les Statuts, et en la quantifiant à €. 8 526 019 TTC.

Le HCGE ayant pris clairement position pour l'applicabilité du « Say on Pay » aux SCA lors de sa revue des documents de référence 2013 des sociétés de l'indice SBF 120, ALTAMIR s'est conformé à la disposition « Say on Pay » lors de l'assemblée statuant sur les comptes clos au 31 décembre 2014 pour la rémunération de M. TCHENIO, représentant légal de la société ALTAMIR GERANCE, Gérant d'ALTAMIR.

L'assemblée générale d'ALTAMIR n'y a pas présenté de résolution « Say on Pay » pour Mme COHEN, Directeur Général Délégué jusqu'en mai 2015 de la personne morale Gérante, en désaccord avec la recommandation de l'article 24.3 du code AFEP-MEDEF (version juin 2013 et novembre 2015). Cette dernière résolution concernant Mme COHEN a été présentée pour l'assemblée approuvant les comptes clos au 31 décembre 2015, après réaction de MONETA ASSET MANAGEMENT.

La question de la conformité de l'information à donner par rapport aux exigences du code AFEP-MEDEF est délicate à traiter. Le Gérant d'ALTAMIR est une personne morale associée commanditée, dont les fonctions font l'objet d'un contrat de service.

- L'article 25 du code AFEP-MEDEF (dernière version) précise qu'« *une information très complète doit être donnée aux actionnaires afin que ces derniers aient une vision claire, non seulement de la rémunération individuelle versée aux dirigeants mandataires sociaux, mais aussi de la politique de détermination des rémunérations qui est appliquée.* »
- L'AMF nous indique ne pas avoir connaissance de dispositions légales imposant à un dirigeant social d'une société commerciale d'informer les actionnaires de cette société sur le montant des revenus du capital perçus dans des sociétés tierces.
- Maître Pascal DURAND-BARTHEZ, qui a été de 2014 à 2017 le secrétaire général du Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE), donne des exemples de manque de clarté sur la rémunération de la gérance d'ALTAMIR mais ne cite pas explicitement **d'exemples de non-exhaustivité.**

En conclusion, la société ALTAMIR fait référence au code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP/MEDEF. Elle a écarté en 2014 la résolution Say on Pay avant de s'y astreindre en 2015 pour M.TCHENIO et en 2016 pour M.TCHENIO et Mme COHEN.

La société MONETA a constamment demandé à ALTAMIR de se conformer strictement au code AFEP/MEDEF.

Nous n'avons obtenu aucun élément de l'AMF ou de Maître Pascal DURAND-BARTHEZ, ancien secrétaire général du Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE), permettant d'établir avec certitude une non exhaustivité des éléments de rémunération fournis en 2016 sur la rémunération de M. TCHENIO en tant que Président d'ALTAMIR GERANCE, et il n'entre pas dans notre mission de trancher ce point juridique.

Notre analyse montre cependant que la structure de rémunération de la Gérance d'ALTAMIR d'une part, et de M. TCHENIO d'autre part, est pour le moins complexe et peu lisible pour ses actionnaires, qui peuvent avoir des difficultés à comprendre la politique de rémunération appliquée, ce qui permet d'entretenir le climat de défiance, également alimenté par les communiqués de MONETA et de l'Association de Défense des Minoritaires.

6. REPONSE AUX DIRES DES PARTIES APRES PRODUCTION DU PRE-RAPPORT DE L'EXPERT

6.1. PRINCIPAUX DIRES ET ELEMENTS POSTERIEUREMENT AU PRE-RAPPORT

Nous avons répondu aux Dires des Parties et intégré nos analyses des différents rapports de tiers transmis après notre pré-rapport directement dans le corps du rapport.

Les analyses complémentaires sont les suivantes :

- Rapport de la banque ROTHSCHILD présenté au Conseil de Surveillance d'ALTAMIR le 5 mars 2013 sur les causes de la décote du titre ;
- Rapport de la banque ROTHSCHILD du 15 avril 2013 sur l'analyse comparative des honoraires de gestion
- Réponse du cabinet ABERGEL & Associés à notre pré-rapport ;
- **Réponse de Maître Pascal DURAND-BARTHEZ à la question posée par MONETA ASSET MANAGEMENT sur le « Say on Pay »**

Les thèmes abordés par les Parties se sont concentrés principalement sur :

- Le Say on Pay
- La performance d'ALTAMIR
- Le hurdle rate
- La gouvernance d'ALTAMIR

6.2. EXHAUSTIVITE DES PIECES VERSEES A L'EXPERTISE

Un désaccord persistant est apparu entre les Parties concernant l'exhaustivité des pièces versées à l'expertise par la société ALTAMIR.

Dans son Dire du 26 décembre 2017 comme à l'issue de la réunion d'expertise du 19 décembre 2017, la société MONETA nous demande de souligner cette difficulté dans notre rapport, ce que nous faisons ici.

Nous avons indiqué dans le compte rendu de la cinquième réunion d'expertise du 9 janvier 2017 :

Le 12 janvier 2017, la société MONETA a produit un dire n°5 rappelant notamment que la société ALTAMIR s'est engagée à fournir certains documents :

- Liés à la convention d'assistance entre ALTAMIR et ALTAMIR GERANCE : conventions du 9 juillet 2013 et du 29 novembre 2012 ainsi que les factures associées et détail des diligences accomplies fondant ces factures ;*
- Les procès-verbaux des Conseils de Surveillance liés à l'auto-évaluation de ce dernier, avec une demande de MONETA de transmettre l'ensemble des comptes rendus sur la période couvrant les exercices 2012 à 2015.*

La société MONETA a également réitéré sa demande d'obtenir les comptes annuels d'APAX PARTNER et d'APAX MIDMARKET au titre des exercices 2012 à 2015 dans le cadre de la détermination de la rémunération de Monsieur TCHENIO, en rappelant que Monsieur BERGERAS allait saisir l'AMF pour se faire confirmer l'étendue de l'information devant être fournie aux actionnaires d'ALTAMIR.

La société MONETA souhaite également voir versé à l'expertise :

- les conventions entre APAX PARTNERS et APAX MIDMARKET concernant tous les aspects de rémunération, l'éventuel carried et les frais appliqués, en particulier les conditions d'imputation des frais liés au personnel salarié d'APAX PARTNERS, ces éléments devant selon eux être pris en compte pour identifier d'éventuels conflits d'intérêts ;*
- le calcul dans un fichier électronique de type Excel comportant tous les éléments détaillés pris en considération, les formules de calcul utilisées, et retraçant pas à pas ce calcul, permettant à Monsieur Maurice TCHENIO d'affirmer que l'absence de hurdle rate serait sans incidence sur la société ALTAMIR, compte tenu du TRI.*

Nous avons alors demandé à ALTAMIR de produire les éléments suivants, afin d'évaluer la pertinence des arguments avancés par les Parties concernant les potentielles causes endogènes expliquant la décote du cours d'ALTAMIR par rapport à son ANR, sans avoir pour mission de la chiffrer

- *Des organigrammes de l'ensemble des sociétés du périmètre ALTAMIR / APAX PARTNER, faisant apparaître les participations, les chaînes de contrôle ainsi que les fonctions administratives, financières et de relations investisseurs depuis 2010 jusqu'à fin 2015. En lien avec ces organigrammes, une décomposition détaillée par catégories des frais de gestion versés par la société ALTAMIR à toute société ou actionnaires des groupes ALTAMIR / APAX.*
- *Les conventions d'assistance entre ALTAMIR et ALTAMIR GERANCE des 9 juillet 2013 et du 29 novembre 2012 ainsi que les clauses statutaires de rémunérations sur les prestations administratives. Les factures et description des frais engagés pour ces deux types d'assistance.*
- *Le cas échéant, toute convention entre APAX PARTNER et APAX MIDMARKET ayant un lien direct avec la gestion d'ALTAMIR ;*
- *L'ensemble des procès-verbaux des conseils de surveillance sur la période couvrant les exercices 2012 à 2015 ainsi que l'intégralité de l'auto-évaluation réalisée par le conseil de surveillance et toute note officielle concernant ce sujet ;*
- *Les éléments chiffrés et vérifiables permettant à ALTAMIR d'affirmer que l'absence de hurdle rate avant 2011 n'a aucune incidence sur le montant du carried versé ainsi que des éléments mettant en relief l'application d'un taux de hurdle rate de 8% pour les nouveaux investissements à compter de 2011.*

De nombreux Dires et e-mails, présentés en annexes de ce rapport, ont ensuite échangés sur la communication des pièces.

Dans un Dire n°5 du 25 janvier 2017, ALTAMIR indique que :

- la convention d'assistance du 29 novembre 2012 entre ALTAMIR et ALTAMIR Gérance fait l'objet d'un rapport spécial des commissaires aux comptes dans le document de référence 2012 ;
- Les procès-verbaux du Conseil de Surveillance d'ALTAMIR relèvent du secret des affaires ;
- Les comptes annuels d'Apax Partners, Apax Partners MidMarket ne sont pas dans le débat car M. TCHENIO a déclaré ne recevoir aucune rémunération des ces entités et qu'Apax Partners MidMarket n'a aucun lien juridique ni capitalistique avec M.TCHENIO ;
- Les conventions entre APAX PARTNER et APAX MIDMARKET relatives à la rémunération pour les diligences accomplies pour le compte d'Apax Partners relèvent du secret des affaires.

ALTAMIR indique « *Les demandes de Moneta consistent en réalité en une opération visant à obtenir des informations sans aucun lien avec l'expertise dont l'objet principal est-faut-il le rappeler, la note mensongère de MONETA d'avril 2015. Non seulement l'expertise ne saurait se transformer en expertise en gestion, mais a fortiori, elle ne saurait être un moyen (i) d'obtenir de la part de tiers des documents qu'ils n'ont aucune obligation de communiquer, ni (ii) d'opérer un renversement de la charge de la preuve.* »

ALTAMIR nous a ensuite envoyé des pièces dans deux e-mails des 27 janvier et 28 février 2017 (copie en annexes), en particulier la convention du 9 juillet 2013 avec le détail des refacturations et des factures, une justification des coûts des prestations comptables refacturées, les organigrammes opérationnels d'ALTAMIR issus du documents de référence 2015 (assez peu précis), des extraits tronqués des procès-verbaux du Conseil de Surveillance, l'attestation du commissaire aux comptes sur le calcul du TRI servant pour le hurdle rate.

Dans des échanges d'e-mail, ALTAMIR estimait avoir parfaitement répondu à la demande de communication utile à l'expertise alors que MONETA relevait le caractère incomplet de cette communication.

Convention entre APAX PARTNER et APAX MIDMARKET ayant un lien direct avec la gestion d'ALTAMIR

MONETA ASSET MANAGEMENT souhaitait que l'expert saisisse le juge chargé des référés de l'expertise afin de faire injonction, au besoin sous astreinte, à ALTAMIR de produire ces pièces, en particulier les divers documents liant ALTAMIR et ALTAMIR GERANCE à APAX PARTNERS SA et APAX MIDMARKET.

Par ailleurs, dans une Note du 30 octobre 2017, l'expert a indiqué aux Parties :

« *L'AMF a répondu le 31 août 2017 et il convient de considérer que sa réponse est de nature à suppléer à l'absence de communication de pièces sollicités au cours de l'expertise sur cette problématique de la rémunération de M. TCHENIO.* »

Cette réponse permet à ALTAMIR d'être dispensé de la production des conventions entre APAX PARTNER et APAX MIDMARKET ayant un lien direct avec la gestion d'ALTAMIR. Dans son Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport du 30 septembre 2017, la société MONETA conclut ainsi sur l'absence de communication de ces pièces : *« A l'instar de la résistance manifestée par ALTAMIR pour produire la Présentation ROTHSCHILD, sa réticence à justifier de ses relations avec les fonds APAX démontre que MONETA a très certainement identifié les documents illustrant les conflits d'intérêts, occultes et embarrassants, qu'elle ne cesse de dénoncer. »*

Etudes de la banque ROTHSCHILD

Une autre polémique est née autour de l'exhaustivité de la communication du rapport de la banque ROTHSCHILD, dont une première étude sur la décote du titre nous a été communiquée sur notre demande effectuée dans notre pré-rapport. Une seconde étude, sur l'analyse comparative des honoraires de gestion, a été envoyée par la banque d'affaire après notre réunion d'expertise du 19 décembre 2017. Lors de cette réunion, MONETA avait mis en doute l'exhaustivité de la documentation sur des critères recevables (annonces et prévisions écrites de compléments de missions) et ALTAMIR avait accepté de solliciter directement la société ROTHSCHILD pour envoi de la documentation appropriée.

Dans un e-mail du 5 février 2018, la société MONETA indique que *« M. François Wat joint à son courrier une copie du document complémentaire des honoraires de gestion daté du 18 avril 2013, mais rien dans ces propos ne permet de s'assurer que ce document comprenait l'exhaustivité des analyses de la banque et qu'il n'y a eu ni compléments, ni actualisations »*.

Ainsi, nous avons reçu le 23 janvier 2019 un Dire n°10 accompagné d'une lettre de M. WAT, Partner ROTHSCHILD, confirmant l'exhaustivité des études réalisées sur ce sujet ou tout autre sujet qui s'y rattacherait.

Avis de l'expert sur les pièces produites :

Cette expertise a été réalisée avec une masse considérable de documents, rapports d'experts de Parties, présentations internes aux sociétés ALTAMIR et MONETA ASSET MANAGEMENT via leurs représentants légaux. Ces documents ont été examinés lors de six réunions d'expertises, sur une grande période de temps.

Pendant toute la durée de cette expertise, la société MONETA était demandeuse de pièces permettant de qualifier la gestion de la Gérance d'ALTAMIR, principalement dans le cadre de nos discussions sur le montant des frais de gestion et les causes endogènes de la décote du titre ALTAMIR (gouvernance).

Par ailleurs, la société ALTAMIR a réduit la communication de pièces à celles strictement nécessaires à l'objet de notre mission, de manière très circonscrite. Par exemple le fait de tronquer les comptes rendus des conseils d'administration, bien qu'acceptable pour le respect du secret des affaires, a également tronqué le compte rendu du rapport ROTHSCHILD, qu'il a fallu demander très explicitement alors qu'il est directement lié à notre mission.

Concernant les éléments de rémunération à communiquer aux actionnaires, la réponse de l'AMF sur ce sujet nous a permis de ne plus demander les conventions de rémunération et facturations entre ALTAMIR, APAX PARTNER et APAX MIDMARKET.

Dans ce contexte, l'accès à l'information a été assez ardu et probablement encore incomplet, plus par ignorance des éléments pertinents existants pouvant être demandés, que par refus d'ALTAMIR de communiquer ceux qui ont un lien direct avec notre mission, même si cette communication tardive explique en partie la quantité de Dires et d'échanges d'e-mails postérieurs à notre pré-rapport.

7. CONCLUSION

La société MONETA a visiblement fait preuve d'activisme concernant sa participation dans la société ALTAMIR. Ce dernier se manifeste par une communication ciblée sur des points de recommandation ou de contestation, en amont des Assemblées Générales d'ALTAMIR à compter du 29 mars 2012, présentés sur le site internet de MONETA et relayés par la presse spécialisée.

La Note publiée par MONETA les 15 et 17 avril 2015 a été rédigée rapidement dans un style lapidaire et supportée par des exemples insuffisants pour permettre à MONETA ASSET MANAGEMENT d'en déduire une généralité sur les frais de gestion d'ALTAMIR. La conclusion que « *chacune des composantes des frais de gestion et de performance d'ALTAMIR est plus élevée que celle des comparables* », prise dans son ensemble, n'est pas justifiée. En effet, MONETA poursuit « *ALTAMIR a été beaucoup moins performant que ses comparables et sa taille dans la fourchette haute de ces derniers aurait dû permettre de faire bénéficier aux actionnaires de ce fonds coté d'économies d'échelle, à défaut de performance* ». En effet, la performance d'ALTAMIR, mesurée sur des critères de durée comparable, est en ligne avec celle du secteur des sociétés de Capital Equity européennes, notamment celle de l'échantillon choisi par MONETA, et généralement au-dessus.

Concernant les frais directs et indirects supportés par ALTAMIR, l'augmentation relevée par MONETA est justifiée, même si cette augmentation est moins sensible en prenant comme dénominateur les capitaux souscrits et investis. L'explication qui en est donnée est pertinente : les frais ont effectivement augmenté à la suite de la nouvelle politique d'investissement en 2011, directement liés à l'engagement de la société auprès des fonds dédiés d'APAX France VIII-B et APAX VIII LLP. De plus, la facturation de frais refacturés par la Gérance et ses sociétés liées, en sus de la rémunération statutaire, est en augmentation.

Le point soulevé sur l'absence d'« hurdle rate » est également pertinent en terme de bonne pratique de gouvernance mais mal formulé, dans la mesure où cette absence n'a pas nécessairement d'impact financier préjudiciable pour les investisseurs d'ALTAMIR.

La comparaison du niveau de frais directs et indirects d'ALTAMIR ramenés à son ANR par rapport à trois sociétés est approximative. Il apparaît que les frais supportés par ALTAMIR semblent effectivement supérieurs à l'échantillon réduit sélectionné par MONETA, mais avec des structures d'investissement, de coût et de présentation imparfaitement comparables. Même étendues à d'autres sociétés, ces comparaisons sont entachées d'approximations inhérentes aux différences de fonctionnement, de processus d'investissement, de mode de rémunération des équipes de gestion et des règles comptables appliquées entre les différentes sociétés.

La communication de MONETA sur son site Internet et sa répercussion dans la presse n'est cependant pas de nature à modifier l'appréciation des principaux autres investisseurs externes d'ALTAMIR, constitués de grandes sociétés de gestion de portefeuilles étrangers disposant de leurs propres équipes d'analystes.

Sur la période contemporaine à la Note de MONETA, publiée le 15 puis le 17 avril 2015, nous n'avons pas relevé de mouvement significatif sur le nombre de titres échangés ni sur la valorisation du titre. L'évolution du cours par rapport aux sociétés du marché (indice LTX EUROPE pour les sociétés d'Equity Capital ou indice CAC Mid & Small) n'a pas révélé de comportement atypique pouvant être rattaché à la Note. De plus, la Note n'a pas eu pour effet d'annihiler l'effet positif sur le cours de bonnes nouvelles comme prétendu par la société ALTAMIR. Les études successives des différents experts financiers d'ALTAMIR n'ont pas mis en évidence d'impact significatif de la Note des 15 et 17 avril 2015 sur son cours de bourse lors de sa publication. Les rendements anormaux mis en évidence ne sont pas suffisamment significatifs pour établir un lien avec la communication de MONETA à cette date. De ce fait, nous estimons que la publication de la Note de MONETA les 15 et 17 avril 2015 n'a pas porté de préjudice chiffré aux actionnaires de la société ALTAMIR.

La société ALTAMIR souffre d'une décote de la valeur de son titre par rapport à celle de son actif net réévalué, plus importante que celle généralement constatée sur les sociétés de capital investissement. Les études réalisées par ALTAMIR, concernant l'impact de l'activisme de MONETA sur une période commençant en 2012, se basent sur l'hypothèse de l'absence de causes endogènes de cette décote, dont le creusement est en totalité attribuée à l'action de MONETA. La société ALTAMIR a confié en 2012 à la banque Rothschild une étude intitulée « Comment réduire la décote ? », qui met en relief des causes endogènes à cette décote. L'existence de cette étude montre que la société ALTAMIR souhaitait agir sur les facteurs endogènes de la décote avant les publications de MONETA sur son site Internet. Nous estimons que la mise en place de plans d'action d'ALTAMIR, à la suite de ce rapport, n'a pas permis d'éliminer toutes les causes endogènes de la décote du cours du titre ALTAMIR par rapport à son Actif Net Réévalué.

La performance de la société ALTAMIR est d'un bon niveau par rapport aux sociétés du secteur.

Les éléments collectés pendant l'expertise nous conduisent à considérer que la décote du titre ALTAMIR est liée en partie au niveau faible de distribution de dividendes aux investisseurs (actions ordinaires) qui a fait opposition à un système de rémunération de la Gérance et de ses sociétés liées complexe sans seuil de performance (mis en place en 2017). Ce système de rémunération fait écho à une structure de la société qui pourrait favoriser les conflits d'intérêts, avec néanmoins un niveau de contrôle de la part du Conseil de Surveillance qui s'est amélioré.

Considérant ma mission comme terminée, j'ai clos en mon cabinet le présent rapport dont deux exemplaires sont adressés au Tribunal et un aux Conseils de chacune des parties. Je certifie avoir accompli la mission avec l'assistance de ma collaboratrice Madame Maëva KIERKEGAARD afin qu'il soit statué par votre Tribunal.

Fait à Paris le 9 février 2018.



Thierry BERGERAS

TABLE DES ANNEXES

Ces annexes, produites sous format imprimé ou électronique, font partie intégrante de notre rapport d'expertise. Elles représentent les principaux échanges réalisés en cours d'expertise, les Dires des Parties ainsi que les rapports d'experts de Parties et des dirigeants des sociétés ALTAMIR et MONETA ASSET MANAGEMENT repris dans les Dires récapitulatifs des Parties.

ANNEXE A « Note de la société MONETA »

- « Note sur les frais de gestion d'ALTAMIR » publiée par MONETA les 15 et 17 avril 2015 sur son site Internet

ANNEXE B « Didier KLING »

- Note d'expert de Didier KLING du 15 octobre 2015 pour le compte de la société ALTAMIR

ANNEXE C « Cabinet ABERGEL & Associés »

- Présentation du cabinet ABERGEL & Associés du 11 juillet 2016 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT : « Observations sur l'impact allégué sur le cours de bourse du titre ALTAMIR de la note mise en ligne par MONETA le 15 avril 2015 ».
- Présentation du cabinet ABERGEL & Associés du 29 septembre 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT : « Observations sur certaines conclusions provisoires du pré-rapport du 31 juillet 2017 relatives aux frais de gestion d'ALTAMIR, à l'absence de « Hurdle rate » d'ALTAMIR en 2015, et aux performances relatives d'ALTAMIR sur la base des données disponibles en avril 2015. »

ANNEXE D « Cabinet SORGEM »

- Rapport SORGEM de Maurice NUSSEMBAUM « Corrélation entre les actions de MONETA et l'évolution défavorable de la performance boursière d'ALTAMIR, version du 24 octobre 2016, synthèse, pour le compte de la société ALTAMIR.
- Rapport SORGEM de Maurice NUSSEMBAUM « Corrélation entre les actions de MONETA et l'évolution défavorable de la performance boursière d'ALTAMIR, version du 24 octobre 2016, étude détaillée, pour le compte de la société ALTAMIR.

ANNEXE E « Cabinet ASSOCIES EN FINANCE »

- Rapport ASSOCIES EN FINANCE du Professeur Bertrand JACQUILLAT « L'incidence de la communication de MONETA ASSET MANAGEMENT sur la valorisation d'ALTAMIR » du 18 octobre 2016, pour le compte d'ALTAMIR.

- Présentation du Professeur Bertrand JACQUILLAT : « Pourquoi l'impact du communiqué du 17 avril 2015 de MONETA ASSET MANAGEMENT sur la valorisation d'ALTAMIR nécessite une technique économétrique particulière : La régression isotonique. »

ANNEXE F « Cabinet PROXINVEST »

- Avis d'expert de la société PROXINVEST du 14 décembre 2016, pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT.

ANNEXE G « Note JEFFERIES »

- « Industry Note : French Listed Private Equity » du cabinet JEFFERIES publiée le 1er juin 2017, présentée par les deux Parties.

ANNEXE H « Présentations de MONETA »

Les présentations suivantes sont une sélection reprise dans les annexes des Dires récapitulatifs de la société MONETA ASSET MANAGEMENT.

- Présentation de MONETA sur « Les Drivers de la performance boursière d'ALTAMIR entre février 2012 et octobre 2015 / Les raisons de la décote boursière structurellement plus élevée d'ALTAMIR que celle de ses pairs », version du 2 juin 2016.
- Présentation de MONETA ASSET MANAGEMENT « Causes endogènes de la décote d'ALTAMIR » du 16 décembre 2016.

ANNEXE I « Présentations d'ALTAMIR »

Les présentations suivantes sont une sélection reprise dans les annexes des Dires récapitulatifs de la société ALTAMIR.

- Présentation de Maurice TCHENIO pour ALTAMIR, réunion d'expertise du 18 juillet 2016
- Analyse comparative des frais de fonctionnement des sociétés cotées de Private Equity du 8 décembre 2016.
- Présentation de Maurice TCHENIO pour ALTAMIR, réunion d'expertise du 9 janvier 2017
- Présentation de Maurice TCHENIO pour ALTAMIR, réunion d'expertise du 12 juin 2017

ANNEXE J « Etudes ROTHSCHILD »

- Présentation de l'étude ROTHSCHILD au Conseil de Surveillance d'ALTAMIR AMBOISE du 5 mars 2013
- Analyse comparative des honoraires de gestion du 15 avril 2013

ANNEXE K « Analyse de Pascal DURAND-BARTHEZ »

- Réponse de Maître Pascal DURAND-BARTHEZ à la question posée par MONETA ASSET MANAGEMENT sur le « Say on Pay »
- Note de Maître Pascal DURAND-BARTHEZ à l'attention de Maître Dominique STUCKI

ANNEXE 1

- Note de synthèse de la première réunion d'expertise du 17 mai 2016
- E-mail de Maître Frédéric PELTIER du 9 juin 2016 pour le compte d'ALTAMIR
- « Verbatim » de la note de synthèse de la réunion du 17 mai 2016 de Maître Guillaume Denis FAURE pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- « Verbatim » de la note de synthèse de la réunion du 17 mai 2016 de Maître Dominique STUCKI pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 2

- Dire n°1 du 21 juin 2016 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 3

- Note de synthèse de la seconde réunion d'expertise du 21 juin 2016

ANNEXE 4

- Dire n°2 du 11 juillet 2016 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 5

- Dire n°1 du 11 juillet 2016 pour le compte d'ALTAMIR

ANNEXE 6

- Dire n°2 du 13 juillet 2016 pour le compte d'ALTAMIR

ANNEXE 7

- Note de synthèse de la troisième réunion d'expertise du 18 juillet 2016

ANNEXE 8

- **Dire n°3 du 21 septembre 2016 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**

ANNEXE 9

- **Dire n°3 du 20 octobre 2016 pour le compte d'ALTAMIR**

ANNEXE 10

- **Note de synthèse de la quatrième réunion d'expertise du 2 novembre 2016**
- **« Verbatim » de la note de synthèse de la réunion du 2 novembre 2016 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**

ANNEXE 11

- **Dire n°4 du 16 décembre 2016 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**
- **Courrier de Maîtres Philippe GINESTIE et Frédéric PELTIER pour formuler de la part d'ALTAMIR toutes réserves sur la prise en compte du Dire n°4 déposé par MONETA ASSET MANAGEMENT le 16 décembre 2016.**

ANNEXE 12

- **Dire n°4 du 17 décembre 2016 pour le compte d'ALTAMIR**

ANNEXE 13

- **Note de synthèse de la cinquième réunion d'expertise du 9 janvier 2017**

ANNEXE 14

- **Dire n°5 du 12 janvier 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**

ANNEXE 15

- **Dire n°5 du 25 janvier 2017 pour le compte d'ALTAMIR et copie des e-mails des 27 janvier 2017 et 28 février 2017 faisant état de l'envoi de pièces complémentaires.**

ANNEXE 16

- **Dire n°6 du 28 février 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**

ANNEXE 17

- **Dire n°7 du 14 mars 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**
- Echanges d'e-mails entre les Parties et l'expert au sujet de la communication des pièces demandées à la société ALTAMIR.

ANNEXE 18

- **Dire n°6 du 20 avril 2017 pour le compte d'ALTAMIR**

ANNEXE 19

- **Dire n°8 du 4 mai 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**

ANNEXE 20

- **Dire n°7 et Dire n°8 du 16 mai 2017 pour le compte d'ALTAMIR**

ANNEXE 21

- **Dire n°9 du 24 mai 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT**

ANNEXE 22

- **Dire récapitulatif du 12 juin 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT avec la liste des pièces jointes.**

Nous avons repris ci-avant en annexes les rapports des cabinets ABERGEL & Associés, PROXINVEST, la note JEFFERIES et les présentations de M. BURNAND pour MONETA.

ANNEXE 23

- **Dire récapitulatif du 12 juin 2017 pour le compte d'ALTAMIR avec la liste des pièces jointes.**

Nous avons repris ci-avant en annexes les rapports des cabinets KLING, SORGEM, Associés en Finance, la note JEFFERIES et les présentations de M. TCHENIO pour ALTAMIR.

ANNEXE 24

- **Question de l'expert à l'AMF du 28 juin 2017 concernant les exigences réglementaires de présentation de rémunération du Président d'un Gérant personne morale**
- **Réponse de l'AMF du 31 août 2017**

ANNEXE 25

- E-mail du 14 septembre 2017 de Maître Rudy LENTINI pour le compte d'ALTAMIR

Le rapport de la banque ROTHSCHILD lors du Conseil de Surveillance d'ALTAMIR du 5 mars 2013 est présenté en annexe J

ANNEXE 26

- E-mail du 23 septembre 2017 de Maître Guillaume-Denis FAURE pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT afin d'obtenir de la société ALTAMIR la production de pièces complémentaires

ANNEXE 27

- **Dire récapitulatif n°2** du 30 septembre 2017 pour le compte d'ALTAMIR

ANNEXE 28

- **Dire n°10 d'observation sur le pré-rapport du 30 septembre 2017** et pièces associées pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 29

- E-mail du 13 octobre 2017 de Maître Rudy LENTINI pour le compte d'ALTAMIR
- E-mail du 16 octobre 2017 de maître Guillaume-Denis FAURE pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 30

- E-mail du 27 octobre 2017 et pièces de Maître Guillaume-Denis FAURE pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- L'analyse de Maître Pascal DURAND-BARTHEZ est présentée en annexe K*
- Note en réponse au Dire récapitulatif n°2 d'ALTAMIR envoyé le 27 octobre 2017 de Maître Dominique STUCKI pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 31

- Note aux Parties de l'expert du 30 octobre 2017

ANNEXE 32

- E-mail du 14 décembre 2017 de Maître Rudy LENTINI pour le compte d'ALTAMIR

Le rapport de la banque ROTHSCHILD est présenté en annexe J.

- E-mail du 15 décembre 2017 de Maître Guillaume-Denis FAURE pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT
- E-mail du 18 décembre 2017 de Maître Rudy LENTINI pour le compte d'ALTAMIR

ANNEXE 33

- Dire du 26 décembre 2017 pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 34

- Dire n°9 du 15 janvier 2018 et annexes pour le compte d'ALTAMIR

Les rapports de la banque ROTHSCHILD sont présentés en annexe J.

ANNEXE 35

- E-mail du 18 janvier 2018 de Maître Guillaume-Denis FAURE pour le compte de MONETA ASSET MANAGEMENT

ANNEXE 36

- Dire n°10 du 23 janvier 2018 et annexes pour le compte d'ALTAMIR