

Romain Burnand, Président
Thomas Perrotin, Analyste

Paris, le 13 février 2012

A l'attention des membres du Conseil de Surveillance d'Altamir Amboise

Lettre AR

Objet : Option de paiement du dividende en actions

Mesdames, Messieurs,

Lors d'une réunion mardi 7 février 2012 dans nos locaux organisée à leur demande, Maurice Tchénio et Monique Cohen nous ont oralement fait part de leur projet de mettre à l'ordre du jour de la prochaine assemblée générale l'option de paiement du dividende en actions, tant pour les actions ordinaires que pour les actions B destinées à rémunérer l'associé commandité.

Nous leur avons clairement indiqué notre opposition à ce projet et les raisons de cette opposition.

Mais c'est vous, en tant que membres du conseil de surveillance et en votre qualité de représentant légal des associés commanditaires, qui avez le pouvoir, et donc la responsabilité, de « décider des propositions d'affectation des bénéfices à soumettre à l'assemblée générale » ainsi qu'en dispose l'article 20.2 des statuts de notre société. Le document de référence (page 107 du document 2010) précise que c'est également au conseil de surveillance qu'il revient de proposer à l'assemblée générale « la faculté d'accorder à chaque actionnaire, qu'il soit titulaire d'actions ordinaires ou d'actions B, pour tout ou partie du dividende ou des acomptes sur dividende, une option entre le paiement en numéraire ou le paiement en actions ordinaires ». C'est la raison pour laquelle nous avons souhaité nous adresser à vous pour vous exposer les raisons de notre opposition à ce projet, dans l'espoir de vous convaincre de ne pas y donner suite.

- ***Le recours à une telle option serait en effet contraire aux intérêts des porteurs d'actions ordinaires***

Comme vous le savez, Altamir Amboise est un fonds coté (sous forme de SCR) qui investit depuis son origine dans des fonds gérés par Apax France. Sa trésorerie est aujourd'hui abondante suite aux importantes cessions réalisées ces deux dernières années. Sa particularité est sa forte décote par rapport à l'actif net réévalué (nous parlons ici comme dans le reste de ce texte de la part des associés commanditaires porteurs d'actions ordinaires, « ANR »). Est-ce dans l'intérêt des actionnaires d'émettre des actions à un cours proche du cours actuel de 6.70 € quand l'ANR publié à fin septembre était de 12,15 € ? Nous prendrons ce dernier chiffre comme estimation de l'ANR à fin 2011.

Certes, il ne s'agit en apparence que d'une « option » que chacun pourra choisir ou non d'exercer. Mais ceux qui ne l'exerceraient pas se feraient fortement diluer compte tenu de la décote.

Ainsi, en faisant l'hypothèse d'un suivi à 70% de l'option et d'un dividende de 0,40 € aux actions ordinaires (estimation d'HSBC dans une note du 8 décembre 2011) et d'un suivi à 100% des détenteurs des actions B, la dilution des actionnaires ordinaires de leur quote-part dans l'ANR serait de :

6% pour ceux qui auraient opté pour le dividende en numéraire
4% pour ceux qui auraient opté pour le dividende en actions

Ces calculs sont détaillés en annexe.

Il ressort de ces calculs deux enseignements :

- 1) Quelle que soit l'option qu'il suive, la quote-part de l'actionnaire ordinaire dans l'ANR serait diluée d'un montant très significatif s'agissant pourtant de la seule mise en paiement d'un dividende ordinaire.

Bien que le dividende de l'action ordinaire soit faible dans l'absolu la dilution est significative pour deux raisons :

- a) Parce que le cours d'Altamir est fortement décoté ;
 - b) Parce que la dilution résulte aussi de l'option que choisiront les porteurs d'actions B, cette option constituant une seconde et très significative source de dilution.
- 2) Si l'actionnaire opte pour un paiement en numéraire, il serait davantage dilué que s'il optait pour un paiement en titres. S'il gère ses investissements de manière avisée, il n'a de fait pas réellement le choix. L'option n'en est pas une, elle constitue au mieux l'illusion d'un choix, au pire un piège.

Il n'y aurait bien entendu aucune dilution des actionnaires si le dividende était payé intégralement en numéraire :

Cas du paiement d'un dividende en numéraire exclusivement

Nbre d'actions ordinaires avant paiement du dividende	36,5 millions
Nbre d'actions ordinaires après paiement du dividende	36,5 millions
ANR 2012 par action ordinaire avant distribution	12,15 €
ANR 2012 par action ordinaire après distribution	11,75 €
Dividende reçu	0,4 €
soit un total de	12,15 €
==> Dilution de l'actionnaire	0%

Il n'y aurait bien évidemment non plus pas de dilution si le prix d'exercice de l'option de paiement du dividende en actions était fixé au niveau de l'ANR publié.

- ***Le recours à une telle option est en contradiction avec les objectifs (légitimes) clairement affichés par la société dans ses documents de référence et ses communiqués financiers***

Tous les documents de références et communiqués de presse de la société émis ces dernières années mentionnent que « Altamir Amboise est une société cotée de private equity dont **l'objectif est l'accroissement de valeur de l'actif net par action** ». Un objectif légitime pour une société de cette nature, objectif très clairement et régulièrement réaffirmé dans toute sa communication financière et réglementaire (cf. page 3 du document de référence 2010).

L'omission (fortuite ?) de cette mention dans le plus récent communiqué de presse efface-t-elle l'objectif affirmé des dizaines de fois ces dernières années ?

- ***Le recours à une telle option pose la question d'un conflit d'intérêt entre les associés de l'associé commandité (et en particulier son Président-Directeur Général) et les autres détenteurs d'actions ordinaires.***

Le conseil de surveillance est investi de par la loi d'une mission du contrôle de la gestion. D'autre part, les statuts disposent (article 20.3) que le conseil de surveillance est « consulté par le gérant sur d'éventuels conflits d'intérêt ».

Le conflit d'intérêt est évident s'agissant de l'idée de payer le « carried » en actions Altamir Amboise.

Le conflit d'intérêt existe aussi en ce qui concerne le dividende des actions ordinaires. Maurice Tchénio est devenu le principal détenteur d'actions ordinaires par des achats en bourse dont les derniers remontent au premier semestre 2011. Il connaît naturellement la valeur du titre... et aussi la difficulté à en acheter un nombre important sur le marché aux cours actuels compte tenu de sa très faible liquidité. Il s'en est en effet traité la semaine dernière en moyenne moins de 20 000 par jour. Et nous parlons ici d'une émission de plus de 3 millions d'actions.

Bien que le titre ait rebondi sur ses plus bas récents, il reste encore loin du niveau de 8 € atteint début 2011, à une époque où l'ANR publié était portant comparable et moins certain car composé de beaucoup moins de trésorerie. A marché constant, il nous paraît très probable que le cours poursuive son rattrapage, le simple fait de publier l'ANR à jour le 16 février pouvant l'accélérer. **Une émission d'actions aussi importante aux cours actuels constituerait ainsi une aubaine pour se reluer sans en payer le prix.**

Il nous est paru important de porter à votre connaissance ces réflexions partagées avec Maurice Tchénio et Monique Cohen lors de notre discussion. Nos interlocuteurs nous ont par ailleurs présenté d'autres projets qui nous semblent aussi d'un intérêt très discutable du point de vue des actionnaires, et que nous aborderons quand l'occasion se présentera.

La performance boursière d'Altamir Amboise a été particulièrement décevante sur la durée. Les dilutions répétées l'expliquent en grande partie. La décote très importante constatée aujourd'hui traduit, outre un marché des actions difficile, la mémoire d'opérations financières dilutives. Il nous paraît être de la responsabilité des membres du Conseil de veiller à ne pas reproduire, même sous une forme différente, les erreurs du passé. Il est de notre responsabilité de gérant vis-à-vis de nos propres porteurs de valoriser au mieux les fonds qui nous sont confiés. Nous le ferons avec l'assistance de Colette Neuville qu'il n'est pas besoin de vous présenter.

Nous vous prions de croire en nos sentiments distingués et sommes à votre disposition pour un dialogue si vous le jugez utile.



Romain Burnand



Thomas Perrotin

Copies :

Maurice Tchenio,
Monique Cohen,
Colette Neuville, Présidente de l'ADAM

Annexe : Calculs de dilution

Cas de l'option de paiement du dividende en actions

Distribution actions ordinaires (1)	14,6 (mn €)	0,40 € pour 36,5 millions d'actions
Distribution actions B (2)	13,1 (mn €)	18% du resultat net
==> Total distribution (a)	27,7 (mn €)	a=(1)+(2)
==> Total distribution sous forme d'actions	23,4 (mn €)	Par hypothèse : 70% de (1) et 100% de (2)
==> Total distribution en cash	4,4 (mn €)	Par hypothèse : 70% de (1) et 100% de (2)
Prix d'émission (b)	6,7 €	cours de bourse actuel
==> Nombre d'actions émises (c=a/b)	3,5 mn	en millions d'actions, hypohèse maximale
en % des actions existantes	10%	
dont pour les détenteurs d'actions ordinaires	1,5 mn	
en % des actions existantes	4%	
dont pour les détenteurs d'actions B	2,0 mn	
en % des actions existantes	5%	
Nbre d'actions ordinaires avant pt div en actions	36,5	
Nbre d'actions ordinaires après pt div en actions	40,0	

Pour les actions ordinaires

ANR 2012 avant distribution	443,5 (mn €)	12,15 € par action pour 36,5 millions d'actions
ANR 2012 après distribution	439,1 (mn €)	
ANR 2012 par action ordinaire avant distribution	12,15	
ANR 2012 par action ordinaire après distribution	10,98	
==> variation de l'ANR	-10%	

Pour le détenteur d'actions ordinaires qui aurait opté pour le div en cash

* ANR par action post dividende	10,98
* Dividende perçu	0,40
soit un total de	11,38
==> Dilution de l'actionnaire	-6%

Pour le détenteur d'actions ordinaires qui aurait opté pour le div en actions

* ANR par action post dividende	10,98
* Augmentation de son nbre d'actions	6%
soit un total de	11,64
==> Dilution de l'actionnaire	-4%