

Paris, le 17 avril 2015

Note sur les frais de gestion d'Altamir

L'analyse des frais de gestion payés par Altamir met en évidence des frais élevés dans l'absolu et une augmentation significative depuis 2011. Cette hausse résulte notamment de la modification depuis cette date du fonctionnement de la société : créée pour être un véhicule coté d'investissement *pari passu* avec les fonds d'Apax France (investissements dans des sociétés), elle est devenue un fonds nourricier de fonds d'Apax (investissement dans des fonds). Ceci entraîne une superposition et donc une hausse des frais de gestion. Cette conséquence n'a pas été présentée aux actionnaires par Altamir et son Conseil de Surveillance en 2008 lors du changement d'objet de la société (voir annexe 3).

On constate par ailleurs que **le niveau des frais de gestion hors carried qui pèse sur Altamir est significativement plus élevé que celui des sociétés comparables et que le calcul du carried est lui aussi défavorable à ses actionnaires.** Ces différences ne sont pourtant justifiées ni par la taille du fonds côté qu'est Altamir et qui se situe dans la fourchette haute de ses comparables, ni malheureusement par sa performance sur longue période qui leur est nettement inférieure.

A. Les frais de gestion hors carried d'Altamir ont progressé de manière importante

Les frais de gestion hors carried qui pèsent sur la société sont l'addition :

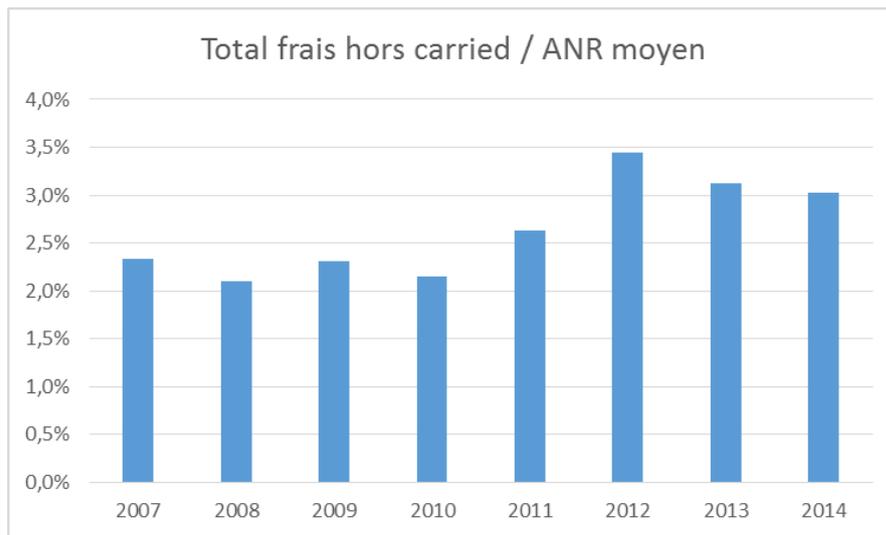
- Des honoraires fixes de la Gérance, définis en Art. 17 des Statuts (soit environ 2% HT des fonds propres de la société) ;
- Des autres honoraires et frais (dont frais administratifs, de comptabilité, légaux, liés aux transactions qui n'ont pas abouti etc...)
- Des frais indirects (frais facturés par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

L'évolution depuis 2007 du rapport entre les frais hors carried et l'ANR moyen de l'exercice (ANR de $n-1 / 2 + ANR n / 2$) 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	359,0	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%			

D'un niveau moyen de 2,2% de l'ANR entre 2007 et 2010 (niveau similaire depuis 1998 voir en annexe 2), ils d'élèvent en moyenne 3,1% depuis 2011. Cette hausse résulte en particulier des frais liés aux engagements dans les fonds Apax VIIIB et Apax VIII LP et de l'augmentation des frais administratifs facturés à la société au travers de conventions réglementées ou de contrats de services.

Ces données sont toutes établies à partir des documents de référence Altamir des années 2007 à 2014 (voir exemple pour les frais 2014 en annexe 1).



B. La comparaison avec sociétés les cotées similaires n'est pas à l'avantage d'Altamir

1. Des frais de gestion hors carried plus élevés pour Altamir que pour les comparables

Nous avons identifié 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 ».

Depuis 2011, leurs frais de gestion hors carried rapportés à l'ANR sont restés assez stables et sont nettement inférieurs à ceux d'Altamir :

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

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%.

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

Annexe 1

Détail des frais publiés par Altamir, exemple de 2014 (document de référence 2014, p. 91) :

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.

Détail des honoraires de la gérance (document de référence 2014, p. 39)

Au titre de 2014, les rémunérations de la gérance et de la société de conseil Apax Partners SA ont été déterminées comme suit :

	2014	2013
Total brut HT ⁽¹⁾	9 850 209	8 506 692
Honoraires et jetons de présence encaissés par Apax Partners SA (incluant une reprise de provision) ⁽²⁾	HT - 429 311	- 112 641
Honoraires déduits au titre de Apax France VIII-B ⁽³⁾	HT - 2 215 719	- 1 196 307
Honoraires déduits au titre de Apax VIII LP ⁽⁴⁾	HT - 181 568	- 68 965
HONORAIRES TOTAUX (1)+(2)+(3)+(4)	HT 7 023 612	7 128 779
HONORAIRES NETS*	TTC 8 428 335	8 526 019
Répartis entre :		
Altamir Gérance (5 %)	447 175	433 037
Apax Partners SA (95 %)	7 981 159	8 092 982

* Montant repris page 91

Annexe 2

Historique depuis l'origine des frais de gestion depuis 1998 (sources : documents de référence de la société). NB : fusion d'Altamir avec Amboise en 2007.

En millions d'euros	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Honoraires Altamir Gérance (nets)	0,6	0,5	1,1	1,4	1,2	1,1	1,0	0,6	1,1	4,0	4,6	6,1	7,4	5,8	8,0	8,5	8,4
Autres honoraires et frais	0,8	0,6	0,7	0,6	1,0	0,5	0,4	0,7	0,9	4,4	3,8	2,7	1,5	1,6	1,5	2,2	1,9
Frais directs	1,5	1,1	1,8	2,0	2,2	1,6	1,5	1,3	2,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	6,6	5,5	6,8
Total des frais hors carried	1,5	1,1	1,8	2,0	2,2	1,6	1,5	1,3	2,0	8,4	8,5	8,8	8,9	11,4	16,1	16,2	17,1
ANR	51,1	69,1	100,2	71,1	49,9	55,3	77,6	94,4	121,7	448,7	357,8	402,7	423,1	441,8	491,8	542,6	585,8
ANR moyen	60,1	84,6	85,7	60,5	52,6	66,5	86,0	108,1		359,0	403,3	380,3	412,9	432,5	466,8	517,2	564,2
Total frais hors carried / ANR moyen	1,8%	2,1%	2,3%	3,7%	3,0%	2,2%	1,6%	1,8%		2,3%	2,1%	2,3%	2,2%	2,6%	3,4%	3,1%	3,0%
	moyenne 1999-2010 2,3%									moyenne 2007-2010 2,2%				moyenne 2011-2014 3,1%			

Annexe 3. Présentation par la société du changement de son mode de fonctionnement

Document de référence 2008 p. 126

2.1.2 Fonctionnement prévu à partir du Fonds Apax France VIII dont les premiers investissements devraient intervenir en 2009 ou 2010.

Depuis sa création en 1995 sous le nom d'Altamir & Cie, la Société co-investit avec les FCPR gérés par Apax Partners en acquérant directement des participations dans les sociétés dans lesquelles investissent ces différents FCPR. Ce mode opératoire, qui est, pour ce qui concerne le FCPR Apax France VII, régi par une charte de co-investissement conclue en 2007, était d'autant plus simple à mettre en œuvre que la société de gestion de ces FCPR et la société gérante d'Altamir Amboise étaient toutes deux dirigées par M. Maurice Tchenio, fondateur du groupe Apax.

Le FCPR Apax France VIII, qui est en cours de levée de fonds, sera pour sa part, comme cela était prévu de longue date, géré par l'équipe Apax sous la direction d'Eddie Misrahi.

Il en résulte que, pour la première fois depuis le lancement d'Altamir Amboise, il n'y aura plus unicité de pouvoir décisionnel entre Altamir Amboise et le FCPR Apax en phase d'investissement.

Cette situation a conduit à décider qu'Altamir Amboise investirait directement dans le FCPR Apax France VIII plutôt que dans chaque société individuellement aux côtés du fonds comme dans le passé. Cette nouvelle façon de procéder permettra de différencier clairement les actifs dont la gestion future sera assurée par l'équipe Apax (via le FCPR Apax France VIII) sous sa nouvelle direction, de ceux dont la gestion restera assurée directement par la Gérance sous la direction de M. Maurice Tchenio.

En pratique, Altamir Amboise investira dans un FCPR dénommé "Apax France VIII B" dont les règles de fonctionnement ont été conçues de manière à permettre à Altamir Amboise de reconnaître dans ses résultats les plus-values de cession réalisées dès leur répartition, afin d'assurer la plus grande transparence comptable possible et de ne pas pénaliser la capacité de distribution de la Société.

Par ailleurs, de manière à éviter une double facturation d'honoraires de gestion, les sommes investies par Altamir Amboise dans le FCPR Apax France VIII B ne donneront pas lieu à facturation d'honoraires de gestion par Apax Partners & Cie Gérance. Altamir Amboise ne supportera ainsi que les honoraires de gestion facturés par la société de gestion de ce FCPR, ce, au même titre et pour exactement les mêmes montants que les autres investisseurs du FCPR Apax France VIII. Ces honoraires de gestion sont, pendant la phase d'investissement du Fonds, de 2 % TTC du montant de l'engagement du souscripteur de parts, puis décroissent les années suivantes. Le taux moyen des honoraires de gestion ressort ainsi à 1,80 % environ TTC.

De même, de manière à éviter un double prélèvement de carried interest sur les performances du FCPR Apax France VIII B, la fraction du résultat d'Altamir Amboise en provenance de ce Fonds sera exclue de l'assiette de calcul des droits à bénéfices de l'associé commandité et des porteurs d'actions B.

Ces mécanismes de neutralisation donneront lieu aux modifications statutaires qui sont présentées dans les résolutions proposées au vote de l'assemblée générale mixte du 29 avril 2009 et incluses dans le présent Document de Référence.

Dans cette perspective, la souscription maximum d'Altamir Amboise dans Apax France VIII, dont la période d'investissement devrait se situer entre 2010 et 2013, serait de l'ordre de € 200 M, avec la faculté d'adapter le niveau des investissements à la trésorerie effectivement disponible, sachant que ce niveau pourra être revu tous les 6 mois comme c'est le cas aujourd'hui pour le taux de co-investissement.

Document de référence 2009 p. 107

L'assemblée générale du 29 avril 2009 a approuvé les modifications statutaires résultant de ce nouveau mode de fonctionnement. A l'avenir, Altamir Amboise investira directement dans le FCPR Apax France VIII. Toutes les mesures ont été prises pour qu'il n'y ait ni changement au niveau de la reconnaissance du résultat, ni double facturation des honoraires de gestion.

De même, de manière à éviter un double prélèvement de *carried interest* sur les performances du FCPR Apax France VIII-B, la fraction du résultat d'Altamir Amboise en provenance de ce Fonds sera exclue de l'assiette de calcul des droits à bénéfices de l'associé commandité et des porteurs d'actions B.

Dans cette perspective, la souscription maximum d'Altamir Amboise dans Apax France VIII, dont la période d'investissement devrait se situer entre 2010 et 2013, serait de l'ordre de € 200 M, avec la faculté d'adapter le niveau des investissements à la trésorerie effectivement disponible, sachant que ce niveau pourra être revu tous les 6 mois comme c'est le cas aujourd'hui pour le taux de co-investissement.

Altamir Amboise a souscrit pour un montant de € 400 K en janvier 2009 afin de permettre la création du FCPR APAX France VIII-B.