

## An expert report confirms the unfounded nature of Moneta's allegations against Altamir

**Paris, 14 February 2018** – The independent legal expert appointed on 16 March 2016 by the President of the Paris Commercial Court in connection with the dispute between Altamir and Moneta Asset Management has filed his report.

The legal expert, Thierry Bergeras of Bergeras Expertises, concluded that Moneta's note "was drafted quickly (...) and supported by insufficient examples". According to the legal expert, the allegation that *each of the components of Altamir's management fees and performance fees is higher than that of comparable companies* "was not justified" and the cost comparison "was a rough approximation".

He emphasised in addition that "Altamir's performance, measured using comparable investment periods, is in line with that of the industry (...) and generally higher", thereby pointing out a significant error in Moneta's note.

The legal expert thus refuted Moneta's denigrating statements, through which it claimed that Altamir's performance was below that of comparable companies and that its expenses were higher than those of the same companies.

He did not believe, however, that the publication of the note had a direct impact on Altamir's share price, and therefore said that it "did not do quantifiable harm to Altamir's shareholders". The management of Altamir and Altamir Gérance believe that the denigrating statements cited above were indeed prejudicial to the interests of the Company and that they increased the discount of the Company's share price compared with its NAV.

According to the legal expert, the discount on Altamir's shares "derives partially from the low level of earnings distribution" and from "a complex remuneration system (...) that has no performance threshold". He also mentioned "a company structure that could be favourable to conflicts of interest" while indicating that this is mitigated by the quality of the Supervisory Board's monitoring of the Company.

Altamir believes that, on the contrary, its distribution policy is right in line with the industry's best practices. Since 2013, Altamir has distributed 3% of its NAV as of 31 December of each year, representing more than €20 million per year and a yield of 4-5% for shareholders.

Altamir reiterates that under the new investment policy implemented in 2011, performance must indeed clear a minimum performance threshold or "hurdle rate" before the management team is authorised to receive a bonus. The hurdle rate is 8% on all investments made via the Apax funds as well as on co-investments. Concerning historical investments (before 2011) which were not subject to a hurdle rate, Altamir points out that the gross IRR on all investments sold since Altamir was founded is well in excess of the



minimum 8% hurdle rate<sup>1</sup> and that the bonuses paid would have been the same even had there been a minimum hurdle rate.

Altamir reiterates that all of its costs, both direct and indirect, are fully disclosed each year in its registration document. The Company specifies that the legacy management fee structure from different phases of the Company's history, particularly from the pre-2011 period, will be simplified as soon as all of the historical investments are sold.

Lastly, Altamir reiterates that the founder of Altamir and chairman of Altamir Gérance is the Company's largest shareholder, with 29% of the shares, and that as a result his interests are closely aligned with those of the other shareholders.

\* \* \* \*

In conclusion, the legal expert's report confirms that Moneta's allegations in its 17 April 2015 note were unfounded.

The Board of Directors of Altamir Gérance and the Supervisory Board of Altamir are pleased with this conclusion.

This note is one of Moneta's many attempts in recent years to destabilise Altamir, its management and its Supervisory Board.

Moneta's repeated denigration has abnormally widened Altamir's discount (which, besides, has narrowed since Moneta ceased its public attacks). Nevertheless, Moneta has not hesitated to claim that it is defending the interests of shareholders and to take credit for all changes in Altamir's earnings distribution, remuneration policy and corporate governance.

The Board of Directors of Altamir Gérance and the Supervisory Board invite shareholders to form their own opinion on the possible effects that systematic denigration and the publication of false information could have on a company's reputation and the attractiveness of its shares, even when the company's performance is among the best in the sector.

## **Below is the conclusion of the expert report**

### **About Altamir**

Altamir is a listed private equity company (Euronext Paris-B, ticker: LTA) founded in 1995 and with almost €800m in assets under management. Its objective is to provide shareholders with long term capital appreciation and regular dividends by investing in a diversified portfolio of private equity investments.

---

<sup>1</sup>The gross IRR on all LBO/growth capital divestments from Altamir's founding until 31 December 2016 was 18.8% (figure audited by EY).



Altamir's investment policy is to invest via and with the funds managed by Apax Partners SAS and Apax Partners LLP, two leading private equity firms that take majority or lead positions in buyouts and growth capital transactions and seek ambitious value creation objectives.

In this way, Altamir provides access to a diversified portfolio of fast-growing companies across Apax's sectors of specialisation (TMT, Consumer, Healthcare, Services) and in complementary market segments (mid-sized companies in French-speaking European countries and larger companies across Europe, North America and key emerging markets).

Altamir derives certain tax benefits from its status as an SCR ("*Société de Capital Risque*"). As such, Altamir is exempt from corporate tax and the company's investors may benefit from tax exemptions, subject to specific holding-period and dividend-reinvestment conditions.

For more information: [www.altamir.fr](http://www.altamir.fr)

### **Contact**

**Agathe Heinrich**

Tel: +33 1 53 65 01 74

E-mail: [investors@altamir.fr](mailto:investors@altamir.fr)

---

## 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.

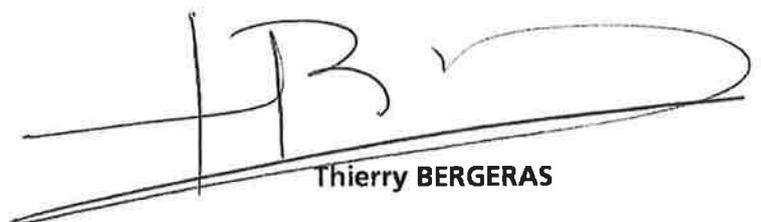
La société ALTAMIR souffre d'une décote de la valeur de son titre par rapport à celle de son actif net réévalué, plus importante que celle généralement constatée sur les sociétés de capital investissement. Les études réalisées par ALTAMIR, concernant l'impact de l'activisme de MONETA sur une période 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**