

**SOCIETE ALSACIENNE ET LORRAINE DE VALEURS,  
D'ENTREPRISES ET DE PARTICIPATIONS**

*Société anonyme au capital de 33.593.608 euros  
134, boulevard Haussmann  
75008 Paris  
RCS Paris 552 004 327*

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS  
CHARGÉ DE DÉCRIRE ET D'APPRÉCIER  
LES AVANTAGES PARTICULIERS  
RELATIFS A L'ÉMISSION D' ACTIONS DE PRÉFÉRENCE**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de Commerce de Paris  
en date du 9 août 2013*

**Assemblée générale extraordinaire du 14 octobre 2013**

**2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> résolutions**



RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORT  
CHARGÉ DE DÉCRIRE ET D'APPRÉCIER LES AVANTAGES PARTICULIERS  
RELATIFS A L'ÉMISSION D' ACTIONS DE PRÉFÉRENCE

**Assemblée générale extraordinaire du 14 octobre 2013**  
**2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> résolutions**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission de commissaire aux apports chargé de décrire et d'apprécier les avantages particuliers attachés aux actions de préférence dont l'émission par votre société est envisagée, qui m'a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 9 août 2013, j'ai établi le présent rapport conformément aux articles L. 228-15, L. 225-147 et R. 225-136 du Code de Commerce.

Les conditions et modalités d'émission desdites actions de préférence sont présentées dans les Projets de résolutions et de statuts soumis à votre approbation. Il m'appartient de décrire et d'apprécier les avantages particuliers attachés à ces nouvelles actions de préférence.

A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission.

A aucun moment, je ne me suis trouvé dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Le présent rapport vous est présenté selon le plan suivant :

- I. Présentation de l'opération envisagée**
- II. Description des avantages particuliers**
- III. Diligences accomplies et appréciation des avantages particuliers**
- IV. Conclusion**

## **I. PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE**

### **I.1- Présentation de la société émettrice**

La SOCIETE ALSACIENNE ET LORRAINE DE VALEURS, D'ENTREPRISES ET DE PARTICIPATIONS SA (ci-après « SALVEPAR » ou « la Société ») est une société anonyme cotée de capital investissement dont le portefeuille est constitué d'actions ou d'instruments donnant accès au capital de sociétés cotées ou non cotées.

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 552 004 324. Son siège social est situé au 134, boulevard Haussmann, 75008 Paris.

La Société a notamment pour objet la prise de participations minoritaires ou majoritaires d'entreprises de toute nature, ainsi que la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières et de créances négociables.

Au terme d'une augmentation de capital réalisée en août 2013, son capital social s'élève à 33.593.608 euros, réparti entre 4.199.201 actions ordinaires d'une valeur nominale de 8 euros chacune.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000124356.

A la date de ce rapport, le capital de la Société est détenu à 52,4% par la société Tikehau Capital Partners, 44,1% par des investisseurs institutionnels et 3,5% par des investisseurs privés.

### **I.2- Contexte général**

Le groupe Tikehau a pris le contrôle de SALVEPAR SA à l'occasion du rachat d'un bloc majoritaire en octobre 2012, puis a renforcé le niveau de sa participation jusqu'à 92,2% du capital au terme d'une offre publique d'achat simplifiée lancée en novembre 2012.

Dans le cadre de sa stratégie de développement, le groupe Tikehau a mis en œuvre en 2013 des opérations financières et opérationnelles d'envergure :

- acquisitions et cessions d'actifs se traduisant, au 30 juin 2013, par un résultat net comptable semestriel de 11,5 M€. A cette date, le portefeuille regroupe 12 participations et l'actif net réévalué de la Société s'élève à 85 M€ ;
- décision de distribution le 8 avril 2013 d'un dividende exceptionnel de 55 euros par action. Ce dividende a été mis en paiement le 11 juin 2013 pour un montant total de 87 M€ ;
- mise en place d'une convention d'ouverture de crédit renouvelable d'un montant maximum de 30 M€ ;
- augmentation de capital de 129 M€, lancée le 11 juillet 2013 et suivie partiellement par le groupe Tikehau et ayant donné l'opportunité à des investisseurs institutionnels de détenir environ 44% du capital.



Dès juillet 2013, dans le cadre de la note d'opération relative à l'augmentation de capital évoquée, la Société a annoncé son intention d'émettre des actions de préférence, avant la fin de l'exercice 2013, au bénéfice des sociétés Tikehau Capital Advisors SAS (ci-après « TCA ») et Tikehau Capital Partners SAS (ci-après « TCP »).

TCA assure la gestion opérationnelle et stratégique du groupe Tikehau. TCA préside TCP dont elle détient par ailleurs environ 18 % du capital et des droits de vote.

TCP est une société créée en 2004 pour investir et gérer, sans contrainte particulière de durée, des fonds institutionnels et privés dans différentes classes d'actifs.

L'émission des actions de préférence par la Société constitue une mesure d'incitation à la performance future du groupe Tikehau dans la gestion de la Société.

### **I.3- Modalités de l'opération envisagée**

Votre Conseil d'Administration envisage de proposer au vote de votre Assemblée Générale Extraordinaire :

- l'introduction d'une faculté d'émission de deux catégories d'actions de préférence « API » et « AP2 » dans les statuts de la Société (1<sup>ère</sup> résolution) ;
- l'émission de deux catégories d'actions de préférence par augmentation de capital réservée :
  - o 10 actions API à souscrire par TCA au prix de 350.000 euros par action de préférence, dont 8 euros de nominal, soit une augmentation totale de capital de 80 euros et une prime d'émission totale de 3.499.920 euros (2<sup>ème</sup> résolution) ;
  - o 10 actions AP2 à souscrire par TCP au prix de 300.000 euros par action de préférence, dont 8 euros de nominal, soit une augmentation de capital totale de 80 euros et une prime d'émission totale de 2.999.920 euros (3<sup>ème</sup> résolution).

TCP ne prendra pas part au vote de ces résolutions.

Par ailleurs, les investisseurs institutionnels qui sont présents au capital de la Société, ayant connaissance des caractéristiques des actions de préférence à émettre, se sont engagés à voter en faveur de ces résolutions.

Les actions de préférence seront nominatives, librement cessibles et transmissibles. Elles ne pourront pas faire l'objet d'une cotation.

## **II. DESCRIPTION DES AVANTAGES PARTICULIERS**

Les avantages particuliers attachés aux actions de préférence API et AP2, dont l'émission est envisagée, sont présentés dans les projets de résolutions et de statuts soumis à votre Assemblée Générale (auxquels il sera fait référence dans ce rapport sous les termes de « Projets de résolutions et de statuts » et de « Projet de statuts »).

La description des avantages particuliers, effectuée ci-après de manière substantielle et simplifiée, ne saurait se substituer à la définition exhaustive de ces avantages particuliers, telle qu'elle figure dans les Projets de résolutions et de statuts.

## 2.1- Droit au dividende prioritaire (art. 19 du Projet de statuts)

Les détenteurs d'actions de préférence de catégorie API et AP2 A auront chacun droit à un dividende prioritaire à hauteur de 6,25% du « résultat net retraité », soit au total 12,5% du « résultat net retraité », à condition que la somme desdits « résultats nets retraités », calculés depuis la date d'émission, soit supérieure à zéro.

Le « résultat net retraité » est défini comme :

- le résultat net tel qu'il ressort des comptes sociaux de la Société préparés en normes comptables françaises à la clôture de l'exercice social et approuvés par l'Assemblée Générale Annuelle de la Société ;
- diminué des sommes à porter en réserve en application de la loi, et
- retraité :
  - en recalculant, pour les actifs présentés en immobilisations financières dans le bilan de la Société au 30 juin 2013, les résultats nets de cession ou de remboursement et l'impôt correspondant en retenant pour prix de revient les valeurs d'actif net réévalué au 30 juin 2013 ; et
  - en excluant de la base de résultat les écritures comptables (si, en net, elles sont positives) concernant des OPCVM monétaires court terme (tels que définis par la réglementation de l'Autorité des marchés financiers) détenus par la Société.

Par exception, en 2013, le « résultat net retraité » sera calculé sur les opérations et les écritures comptables correspondantes de la date d'émission des actions de préférence jusqu'à la clôture de l'exercice.

Les détenteurs d'actions de préférence auront droit au dividende prioritaire au prorata du nombre d'actions qu'ils détiennent dans leur catégorie.

Il ne pourra pas être distribué de dividende aux actions ordinaires tant que les paiements du dividende prioritaire de l'exercice, ainsi que ceux restant à réaliser au titre des années antérieures, n'auront pas été intégralement effectués.

Par exception, un acompte sur dividende pourra être mis en paiement au bénéfice des actionnaires ordinaires dans les conditions prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables, sous la condition que les actions de préférence perçoivent, dans les mêmes délais, un acompte sur le dividende prioritaire calculé selon les modalités prévues pour le calcul du dividende prioritaire comme si la date d'arrêté comptable de l'exercice coïncidait avec la date du bilan arrêté pour fixer le montant de l'acompte au bénéfice des actionnaires ordinaires. Le montant de tout acompte payé au bénéfice des actions de préférence viendra en réduction du dividende prioritaire annuel dû en fin d'exercice sur la base du résultat net retraité de l'exercice.

Le paiement du dividende prioritaire peut être reporté, sans qu'il soit appliqué d'intérêts, dans le cas où, de l'avis du Conseil d'Administration statuant à la majorité simple, ledit paiement mettrait la Société dans une situation de difficultés financières.

Si, au titre d'un exercice, le dividende prioritaire n'est pas versé en totalité aux titulaires d'actions de préférence, la somme restant à verser aux titulaires d'actions de préférence sur ce dividende prioritaire sera prélevée, sans qu'il soit appliqué d'intérêt, par priorité sur le bénéfice distribuable de l'exercice suivant et éventuellement de chacun des exercices ultérieurs tant que les résultats de la Société seront insuffisants.

Le dividende prioritaire est exclusif du dividende ordinaire auquel les actions de préférence de catégorie API et AP2 ne donnent pas droit.

## **2.2- Privation de droit de vote, absence de droit préférentiel de souscription, rang prioritaire en cas de liquidation**

Les actions de préférence de catégorie API et AP2 ne disposent pas des mêmes droits que les actions ordinaires :

- privation du droit de vote en Assemblée Générale ordinaire ou extraordinaire (art. 9-2° du Projet de statuts) ;
- absence de droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital (art. 9-2° du Projet de statuts) ;
- en cas de dissolution de la Société, le produit net de la liquidation, après règlement du passif, est d'abord employé (i) au versement des dividendes prioritaires dus et non versés jusqu'à la date de clôture de liquidation (i) au remboursement de la somme constituée par les prix d'émission desdites actions de préférence (art. 20 du Projet de statuts).

Par ailleurs, l'accord préalable de l'Assemblée Spéciale des porteurs de chaque catégorie d'actions de préférence concernée, statuant à la majorité des deux-tiers, est requis en cas de modification des droits attachés aux actions de préférence tels que prévus par les présents statuts (notamment en cas de décision portant sur le rachat, l'amortissement ou la conversion des actions de préférence autrement qu'en application des présents statuts), en cas de décision susceptible de modifier les droits des titulaires d'actions de préférence tels que prévus par les présents statuts, ainsi qu'en cas de fusion par absorption de la Société ou de scission de la Société, sauf échange des actions de préférence contre des actions de la société absorbante ou des sociétés bénéficiaires de la scission donnant des droits équivalents (art. 9-2° du Projet de statuts).

## **2.3- Conditions de rachat par la Société (art. 9-3° du Projet de statuts)**

La Société dispose de la faculté de racheter les actions de préférence de catégorie API et AP2, et devra les racheter à la demande de leurs titulaires, si une entité n'appartenant pas au groupe Tikehau prenait le contrôle de la Société, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Le groupe Tikehau s'entend de TCA, TCP, leurs successeurs ou ayants-droit, ou d'une personne (i) qui contrôle TCA ou TCP, (ii) que TCA ou TCP contrôle, (iii) qui est sous contrôle commun avec TCA ou TCP ou (iv) qui agit de concert avec TCA ou TCP.

Le rachat serait effectué au prix calculé par accord entre les parties, ou, à défaut, dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du Code civil, et, en toutes hypothèses, sur la base d'une expertise indépendante au sens du règlement général de l'AMF. Cette expertise aurait alors l'obligation de prendre en compte les méthodes de valorisation utilisées lors de l'émission des actions de préférence.

## **2.4- Droit de désignation d'un tiers des administrateurs, attaché aux API (art. 10-2° du Projet de statuts)**

Les titulaires des actions de préférence de catégorie API ont le droit de désigner un tiers des membres du Conseil d'Administration de la Société à tout moment. Ce droit s'exerce en Assemblée Spéciale réunie sur demande d'un titulaire d'API.

Si le nombre d'Administrateurs composant le Conseil d'Administration n'est pas un multiple de trois, les API donnent droit à la désignation d'un nombre d'Administrateurs égal au nombre entier

immédiatement supérieur au ratio du nombre d'Administrateurs composant le Conseil divisé par trois.

Ce droit cessera en cas de prise de contrôle de la Société, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, par une entité n'appartenant pas au groupe Tikehau.

### **III. DILIGENCES ACCOMPLIES ET APPRECIATION DES AVANTAGES PARTICULIERS**

#### **3.1- Diligences accomplies**

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission, pour apprécier les avantages particuliers attachés aux actions de préférence de catégorie API et AP2 dont l'émission est envisagée.

En particulier :

- Je me suis entretenu avec les responsables de SALVEPAR en charge de cette opération ainsi qu'avec ses conseils, afin de comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe et d'en analyser les différentes modalités proposées.
- J'ai pris connaissance des documents juridiques relatifs à la réalisation de l'opération envisagée pour analyser la consistance des avantages particuliers qu'il est prévu d'attacher aux actions de préférence à créer :
  - o la note d'opération du 10 juillet 2013 établie par la Société à l'occasion d'une augmentation de capital et informant de l'émission ultérieure d'actions de préférence ;
  - o les statuts actuels de SALVEPAR et le Projet de statuts modifiés, arrêté par le Conseil d'administration le 27 août 2013 et soumis à l'approbation de l'Assemblée Générale prévue le 14 octobre 2013 ;
  - o le projet de rapport du Conseil d'administration et le texte des projets de résolutions, arrêtés par le Conseil d'administration le 27 août 2013, et présentés à l'Assemblée Générale prévue le 14 octobre 2013 ;
  - o l'avis de réunion publié par la Société au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires en date du 9 septembre 2013.
- J'ai examiné :
  - o la situation intermédiaire établie par SALVEPAR au 30 juin 2013 ;
  - o le plan d'affaires prévisionnel 2013-2022 préparé par SALVEPAR ;
- J'ai apprécié l'estimation de la valeur des avantages particuliers, à partir du rapport sur les actions de préférence à émettre établi par un expert indépendant le 24 juin 2013 et complété le 22 août 2013 pour tenir compte de l'augmentation de capital réalisée le 8 août 2013 ;
- J'ai mis en œuvre des tests de sensibilité de la valorisation du droit au dividende prioritaire en simulant l'impact de la variation d'hypothèses structurantes.

### 3.2- Appréciation des avantages particuliers

Selon la doctrine professionnelle applicable à cette mission, il ne m'appartient pas d'apprécier le bien-fondé de l'octroi des avantages particuliers.

Ma mission consiste à décrire et à apprécier chacun des avantages particuliers attachés aux actions de préférence de catégorie AP1 et AP2 à créer et à m'assurer que ces avantages ne sont ni interdits par la loi, ni contraire à l'intérêt de la Société.

Je précise que l'appréciation, telle que présentée ci-après, des avantages particuliers des actions de préférence de catégorie AP1 et AP2 dont l'émission est envisagée est effectuée de manière substantielle et simplifiée. Il conviendra de se reporter aux Projets de résolutions et de statuts pour obtenir une présentation exhaustive de ces avantages particuliers.

#### 3.2.1- Appréciation du droit au dividende prioritaire

##### 3.2.1.1 Généralités

Le droit au versement d'un dividende prioritaire, tel qu'il est décrit au paragraphe 2.1, constitue un droit financier représentant 12,5% du « résultat net retraité » de chaque exercice, à condition que la somme cumulée desdits résultats, depuis l'émission des actions de préférence, soit positive.

Ce droit au dividende prioritaire appelle, de notre part, les appréciations suivantes :

- Le dividende prioritaire est corrélé à la performance future liée à la gestion du portefeuille.

La base de calcul du dividende prioritaire est un agrégat mesurant la performance, par opposition à un indicateur patrimonial, comme l'actif net retraité.

La définition du « résultat net retraité », qui sert de base au calcul du dividende prioritaire, exclut, d'une part, les éventuelles plus-values latentes existantes à la date du 30 juin 2013. Ainsi, dans les exercices à venir, le résultat net comptable intégrera notamment la totalité des plus ou moins-values dégagées par les transactions de désinvestissement des lignes actuellement présentes dans le portefeuille de SALVEPAR tandis que le « résultat net retraité » sera diminué ou augmenté de la fraction des plus ou moins-values constatées dans l'Actif Net Réévalué (« ANR ») au 30 juin 2013 et de l'impôt correspondant.

D'autre part, sont également exclus du calcul du « Résultat net retraité » les gains nets provenant d'OCPVM monétaires court terme.

Dans les deux cas, les éléments retraités contribuent certes au résultat net comptable de chaque exercice, mais ils ne résultent pas directement de la gestion du portefeuille de SALVEPAR par le groupe Tikehau.

Il n'existe pas d'autres différences entre le résultat net comptable et le résultat net retraité.

Enfin, il convient de rappeler que le résultat net comptable de référence est celui issu des comptes annuels de SALVEPAR qui sont établis selon le référentiel comptable français : les lignes de participations sont inscrites à leur coût d'acquisition et, le cas échéant, dépréciées en fonction de l'estimation de leur valeur d'utilité. En conséquence, le résultat net comptable – et a fortiori le « Résultat net retraité » – n'intègre aucune plus-value latente. Le dividende prioritaire ne sera dû qu'au terme de la réalisation effective des opérations de désinvestissement.



- La condition d'octroi du dividende prioritaire renforce la logique incitative des actions de préférence.

Aucun dividende prioritaire n'est dû au titre d'un exercice quand l'accumulation des « Résultats nets retraités », depuis la date d'émission des actions de préférence, est négative. Une période de crise pourrait entraîner la constatation de dépréciations des lignes existantes du portefeuille et la réalisation de désinvestissements relativement moins nombreux et moins profitables.

Cette particularité incite le groupe Tikehau, titulaire des actions de préférence, actionnaire de référence et gestionnaire de SALVEPAR, à atteindre sans délai une performance cumulée positive. Dans le même temps, cette particularité protège les actionnaires ordinaires de la distribution d'un dividende prioritaire en cas de contreperformance.

En revanche, les actionnaires ordinaires n'ont pas de moyen de s'opposer à la distribution du dividende prioritaire quand il est dû.

Seul un avis de la majorité des membres du Conseil d'Administration peut différer la mise en paiement du dividende prioritaire, s'ils estiment qu'un paiement au cours de l'exercice mettrait la Société dans une situation de difficultés financières. Cette disposition est de nature à générer un conflit d'intérêt potentiel si le groupe Tikehau est majoritaire au sein du Conseil d'Administration. Une recomposition du Conseil d'Administration est prévue lors de l'Assemblée Générale du 14 octobre 2013.

Enfin, le montant du dividende prioritaire diminue d'autant le résultat distribuable disponible pour la distribution éventuelle d'un dividende ordinaire.

- Le niveau de 12,5% du « résultat net retraité » correspond à un niveau de rémunération de la performance jugé équilibré par les dirigeants et pratiqué dans d'autres entités du groupe Tikehau.
- Le dividende prioritaire n'est pas redondant avec d'autres formes de rémunération de la performance.

En particulier, la convention de prestations de service en matière de choix d'investissements et de gestion du portefeuille de participations, entre TCA et la Société, telle qu'elle est présentée pour approbation de votre Assemblée Générale, prévoit un prix forfaitaire, non indexé à la création de valeur de la Société.

### 3.2.1.2 Valorisation

Selon le rapport de l'expert indépendant, la valorisation du droit au dividende prioritaire de 12,5% du « Résultat net retraité » s'élève à un montant global de 6 M€ réparti de façon égale entre les actions de préférence de catégorie API et AP2. Cette valorisation a été retenue par les dirigeants de la Société.

### **Méthodes d'évaluation**

L'expert indépendant a privilégié une méthode de valorisation par les flux de dividendes actualisés.

Une approche patrimoniale a été écartée en raison des différences que présentent les actions de préférence par rapport aux actions ordinaires. De même, la référence à des opérations comparables n'a pas été retenue en raison d'un nombre restreint d'opérations dont les caractéristiques sont éloignées du profil des actions de préférence de la Société.

Le choix de la méthode d'évaluation appelle, de notre part, les appréciations suivantes :

- Il n'existe pas de méthode couramment privilégiée pour valoriser des actions de préférence.

Les actions de préférence cumulent des caractéristiques financières et non financières qu'aucun modèle de valorisation ne peut traduire de façon synthétique.

En conséquence, il est d'usage d'évaluer isolément chacune des caractéristiques financières, lorsque cela est possible.

- Les actions de préférence de la Société ne bénéficient ni du droit de vote, ni du droit préférentiel de souscription, ni du boni de liquidation. Dans ces conditions, le droit à dividende prioritaire permet principalement aux titulaires des actions de préférence de capter un flux financier qui dépend de la performance future.

C'est pourquoi il est justifié d'écarter les approches patrimoniales qui sont fondées sur la propriété d'une partie du capital.

- Les émissions d'actions de préférence observables en France dans les sociétés cotées de capital investissement ne sont pas comparables dès lors qu'elles ont été réalisées sous forme d'attributions gratuites ou que les modalités de détermination des droits à dividendes sont différents de ceux envisagés par la Société, et, dans certains cas, dans le cadre d'une gouvernance propre aux sociétés en commandite par actions dont le fonctionnement est éloigné de celui de SALVEPAR.
- La méthode d'actualisation des flux futurs est adaptée à la valorisation du droit au dividende prioritaire. Elle repose sur les données prévisionnelles issues d'un plan d'affaires 2013-2022. Ces données prévisionnelles reflètent certes la vision des dirigeants, mais sont très sensibles aux hypothèses retenues.

### **Principales caractéristiques du plan d'affaires 2013-2022**

Le plan d'affaires 2013-2022 a été établi par les dirigeants pour les besoins de l'émission des actions de préférence.

Il détaille l'évolution de la performance attendue sur un horizon de 10 ans, en s'appuyant sur des hypothèses structurantes dès lors qu'au regard du domaine d'activités de la Société, il n'existe pas de visibilité sur la réalité des opérations d'investissement et de désinvestissement sur une durée aussi longue. Les données réelles pourraient se révéler significativement différentes de celles qui figurent dans le plan d'affaires.

Les principales hypothèses portent sur les éléments suivants :

- taux de rentabilité interne (« TRI ») utilisé pour définir le niveau des plus-values pour toutes les lignes de participation ;
- rendement moyen des dividendes des participations en portefeuille ;
- niveau des ressources financières consacrées aux investissements, au-delà des 129 M€ provenant de l'augmentation de capital réalisée en août 2013 et destinées à être intégralement investies dans de nouvelles participations.

Le plan d'affaires 2013-2022 appelle, de notre part, les appréciations suivantes :

- L'horizon du plan d'affaires couvre deux cycles de désinvestissement portant d'une part sur les lignes de participations actuellement en portefeuille et, d'autre part, sur les nouvelles lignes qui seront acquises et cédées entre 2013 et 2017.



- Le niveau de rentabilité du portefeuille est inférieur à la performance historique réalisée par TCP pour son propre portefeuille entre 2004 et 2013. Ce décalage constitue l'un des leviers de motivation du groupe Tikehau : si les actions de préférence avaient été valorisées d'après des niveaux de performance élevés, toutes choses égales par ailleurs, la valorisation des actions aurait été supérieure.

Le niveau de l'avantage financier octroyé aux titulaires des actions de préférence dépendra de la capacité du groupe Tikehau à atteindre des niveaux de TRI au moins supérieurs au TRI de référence du plan d'affaires.

La réalisation de tests de sensibilité à une variation du TRI de référence (cf. infra) illustre l'impact sur la valeur des actions de préférence.

- La construction du plan d'affaires privilégie la simplicité en ne reflétant pas la situation réelle des participations existantes : les TRI calculés à l'occasion des désinvestissements sont homogènes pour l'ensemble des lignes et sur toute la durée du plan d'affaires, en assumant un écart-type potentiellement élevé avec les performances futures réelles.
- Le plan d'affaires a été construit dans un environnement constant, sans introduction de facteurs de crise ou de modification des conditions actuelles d'exercice de l'activité de capital investissement.

### **Mise en œuvre de la méthode de valorisation retenue**

La valeur totale du droit à dividende prioritaire a été calculée à partir de la somme des flux actualisés du plan d'affaires et d'une valeur terminale représentant 58% de la valeur totale.

A cette valeur est appliquée une décote de 40% pour absence de droit de vote et de liquidité.

La détermination de la valeur du droit au dividende prioritaire appelle, de notre part, les appréciations suivantes :

- Le taux d'actualisation, qui représente le taux de rendement attendu des investisseurs, correspond au TRI de référence. La cohérence de ce choix résulte du fait que les titulaires des actions de préférence sont, dans le même temps, en charge de la gestion de SALVEPAR.
- La valeur terminale est proche de la valeur du droit au dividende prioritaire qui peut être considérée comme une valeur de référence en cas de rachat des actions de préférence. Elle représente la valeur résiduelle du droit à dividende au-delà de l'horizon du plan d'affaires.
- La décote de 40% se justifie pour tenir compte de l'absence de liquidité des actions de préférence qui ne sont pas cotées. En revanche, la privation de droit de vote est un élément distinct, non financier qu'il convient, selon moi, d'apprécier séparément.

Le niveau de décote de liquidité se situe parmi les niveaux élevés observables pour des actifs peu liquides. Une partie de cette décote pourrait s'analyser, selon nous, comme un élément de motivation supplémentaire des titulaires d'actions de préférence.

- La valorisation obtenue se situe dans une fourchette basse qui est justifiée par l'objectif poursuivi de créer un mécanisme d'incitation à la performance future.
- D'après les données prévisionnelles, le versement du dividende prioritaire ne limite pas significativement la capacité de versement par la Société d'un dividende ordinaire.

- Les actions de préférence de catégorie API et AP2 bénéficient d'un droit au dividende prioritaire équivalent. En conséquence, il est normal que la valorisation de ce droit soit identique entre les actions de préférence de catégorie API et AP2.

### **Sensibilité de la valeur du droit au dividende prioritaire**

Les principales hypothèses retenues pour valoriser le droit au dividende prioritaire ont pour conséquence d'aboutir à une valeur retenue qui se situe dans une fourchette basse.

J'ai mené une analyse de sensibilité aux hypothèses principales du mécanisme d'incitation à la performance.

En M€		Niveau de TRI			
		-3 points	Référence	+3 points	+5 points
Avant décote		4,8	10,1	11,7	12,3
Niveau de décote	30%	3,4	7,0	8,2	8,6
	35%	3,1	6,5	7,6	8,0
	40%	2,9	6,0	7,0	7,4
	45%	2,6	5,5	6,4	6,8

Les titulaires d'actions de préférence disposent d'un potentiel de gain théorique de 15% de la valeur de leur investissement si la Société, grâce à la gestion du groupe Tikehau, réalise un TRI supérieur de 3 points à celui qui sert de référence au plan d'affaires, à niveau de décote constant. Si le niveau de décote avait été de 30%, ce gain théorique potentiel, toutes choses égales par ailleurs, aurait été nul.

L'application de la décote de 40% diminue de 4 M€ la valeur du droit au dividende prioritaire. Cette décote traduit principalement l'illiquidité des actions de préférence. Pour autant, le modèle de valorisation utilisé par la Société est fondé sur une actualisation de flux futurs de trésorerie : si les prévisions des flux futurs s'avèrent proches des données réelles, les titulaires des actions de préférence devraient recevoir, au titre des dividendes prioritaires, un montant correspondant au total avant décote, à condition de conserver leurs actions de préférence sans limite dans le temps.

### **3.2.2- Appréciation du droit au rachat des actions de préférence par la Société**

La faculté, pour les titulaires d'actions de préférence de catégorie API et AP2, de demander et d'obtenir le remboursement de leurs actions en cas de changement de contrôle, tel qu'il est décrit au paragraphe 2.3, constitue un droit financier.

La valorisation du prix de rachat n'est pas fixée à l'avance. En revanche, il est prévu de recourir obligatoirement à une expertise indépendante pour définir le prix payé, laquelle devra notamment prendre en compte les méthodes de valorisation utilisées lors de l'émission des actions de préférence.

Ce droit de rachat appelle, de ma part, les appréciations suivantes :

- L'incidence financière de cet avantage particulier dépend de paramètres et d'un contexte inconnus à ce jour et ne peut donc pas être déterminée à la date du présent rapport ;

- La méthode de valorisation retenue pour l'émission des actions de préférence est une actualisation des flux du dividende prioritaire tels qu'ils ressortent d'un plan d'affaires à 10 ans. Il existe une sensibilité aux hypothèses retenues dans ce type de modélisation de sorte que je considère qu'il convient de nuancer la portée de cette contrainte.
- La probabilité que la valorisation soit inférieure à la valeur d'émission des actions de préférence est faible, dans un contexte de changement de contrôle.

### 3.2.3- Appréciation des avantages particuliers non financiers

J'ai constaté que les droits particuliers ainsi attachés aux actions de préférence tant de catégorie API que de catégorie AP2 ne comportent aucune disposition contraire aux textes légaux et réglementaires visés aux articles L. 228-11 à L. 228-19 du Code de commerce.

J'ai examiné chacun des avantages particuliers non financiers suivants :

#### **Privation de droit de vote**

Comme rappelé au paragraphe 2.2, les actions de préférence de catégorie API et AP2 ne bénéficient pas du droit de vote en assemblées générales ordinaires et extraordinaires de la Société.

Cette particularité appelle, de ma part, les appréciations suivantes :

- Les actionnaires ordinaires n'auront toutefois pas le pouvoir de s'opposer à l'octroi du dividende prioritaire, ni d'en différer le paiement ;
- Les titulaires d'actions de préférence ne pourront pas participer à toute décision relative aux modifications statutaires (sauf modification des droits attachés aux actions de préférence), à la nomination ou la révocation d'administrateurs (à l'exception des titulaires d'actions de préférence API qui disposent d'un avantage particulier de désignation d'un tiers des administrateurs) ou encore, sans que cette liste soit limitative, à l'approbation des comptes annuels ;
- Cette particularité est sans incidence pécuniaire directe et n'apparaît pas quantifiable.

#### **Absence de droit préférentiel de souscription**

Comme rappelé au paragraphe 2.2, les actions de préférence de catégorie API et AP2 ne bénéficient pas du droit préférentiel de souscription en cas d'augmentation du capital de la Société.

Cette particularité appelle, de ma part, les appréciations suivantes :

- la dilution qui résulterait d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, pour les titulaires d'actions de préférence, n'aurait qu'un impact théorique dès lors que les actions de préférence sont dépourvues de droit de vote et de droit au dividende ordinaire ;
- les opérations d'augmentation, de réduction ou d'amortissement du capital seront sans effet pour les titulaires d'actions de préférence, et notamment sur leur droit au dividende prioritaire ;
- cette particularité est sans incidence pécuniaire directe et n'apparaît pas quantifiable.

### **Rang prioritaire en cas de liquidation**

Comme indiqué au paragraphe 2.2, les actions de préférence de catégorie API et AP2 donneront lieu au remboursement prioritaire : (i) des dividendes prioritaires dus et non versés jusqu'à la date de clôture de liquidation et (ii) de la somme constituée par le prix d'émission desdites actions de préférence.

Cette particularité appelle, de ma part, les appréciations suivantes :

- le rang prioritaire des porteurs d'actions de préférence en cas de liquidation leur permettrait, si le produit de la liquidation n'était pas suffisant pour rembourser les apports des actionnaires, de privilégier les porteurs d'actions de préférence par rapport aux actionnaires ordinaires, à hauteur, dans un premier temps, des dividendes prioritaires restant dus, puis, dans un deuxième temps, du prix d'émission des actions de préférence de catégorie API et AP2 ;
- la portée de cet avantage est néanmoins à nuancer dans la mesure où, d'une part, il n'aurait d'effet qu'en cas de liquidation de la Société et, d'autre part, dès lors que l'intégralité de leur apport serait remboursée, les porteurs d'actions de préférence ne bénéficieraient d'aucun droit supplémentaire sur le boni de liquidation ;
- cette particularité est sans incidence pécuniaire dans une perspective de continuité de l'exploitation. Toutefois, cette particularité renforce la justification du calcul d'une valeur terminale dans le cadre de l'actualisation des flux de dividendes prioritaires (cf. paragraphe 3.2.1).

### **Droit attaché aux API de désignation d'un tiers des administrateurs**

Comme indiqué au paragraphe 2.4, les seules actions de préférence de catégorie API disposent du droit de nommer, à tout moment, un tiers des administrateurs de la Société.

Cette particularité appelle, de ma part, les appréciations suivantes :

- Ce droit déconnecte l'influence de TCA sur la gestion de la Société de la part de capital détenue par le groupe Tikehau. Ainsi, à titre d'exemple, TCP pourrait céder une partie de sa participation de 52,4% et libérer les capitaux aujourd'hui immobilisés, sans réduire son influence sur la Société.
- Cet avantage doit néanmoins être nuancé :
  - o cet avantage est conditionné à ce qu'un tiers externe au groupe Tikehau ne prenne pas le contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce. La prise de contrôle par un tiers, qui supposerait au préalable la perte de contrôle du groupe Tikehau, entraînerait la disparition du droit de désignation d'un tiers des administrateurs ;
  - o la réduction du niveau de participation du groupe Tikehau dans la Société s'accompagnerait de la perte du droit au dividende ordinaire correspondant ;
  - o [le Projet de statuts de la Société ne prévoit pas de dispositions particulières applicables au Conseil d'Administration, notamment en matière d'investissement et de désinvestissement. Dès lors, le droit de désignation d'un tiers des administrateurs ne confère pas un pouvoir de gouvernance spécifique au regard de l'activité de la Société. En outre, cet avantage particulier ne constitue pas un droit de veto au sein du Conseil d'Administration ;
  - o [par ailleurs, le groupe Tikehau intervient dans la gestion de la Société par le biais d'une convention de prestation de services de conseil en matière de choix d'investissements et de gestion du portefeuille de participations, conclue entre TCA et la Société. Cette convention, conclue pour une durée de 3 ans, peut être résiliée par la Société en cas de prise de contrôle de la Société, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, par toute personne, agissant seule ou de concert, autre que TCA, TCP ou leurs actionnaires directs ou indirects respectifs.

- Cette particularité est sans incidence pécuniaire directe, en dehors des éventuels jetons de présence, et n'apparaît pas quantifiable.

Il n'existe pas, à notre connaissance, de modèle de valorisation du droit à désignation des membres du Conseil d'Administration. La valeur retenue appelle donc l'appréciation suivante :

- Le droit de désignation d'un tiers des administrateurs est la seule caractéristique qui distingue les actions de préférence de catégorie API et AP2.
- Ce droit, qui confère une influence au sein du Conseil d'Administration indépendamment du niveau de détention des droits de vote de la Société, a été traduit par une valeur supplémentaire de 0,5 M€, estimée forfaitairement et attribuée aux seules actions de préférence de catégorie API.

#### **IV. CONCLUSION**

En conclusion de mes travaux, les avantages particuliers stipulés et attachés aux actions de préférence de catégorie API et AP2 dont l'émission est soumise à votre approbation, décrits ci-avant et explicitement exposés dans les Projets de résolutions et de statuts modifiés, n'appellent pas d'observation de ma part.

Fait à Paris, le 16 septembre 2013

Le commissaire aux apports  
chargé de vérifier les avantages particuliers

Hugues JOUSLIN de NORAY  
Commissaire aux comptes  
Membre de la Compagnie Régionale de Paris