

Sonia Bonnet-Bernard

60, rue de Longchamp
92200 Neuilly-sur-Seine

A2EF SAS au capital de 20 000 euros
inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables
883 137 713 R.C.S. Nanterre
Siège social : 60 rue de Longchamp 92200 Neuilly sur Seine

Alain Abergel

143, rue de la Pompe
75116 Paris

Abergel & Associés SAS au capital de 300 000 euros
inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables
338 512 635 RCS Paris
Siège social : 143, rue de la Pompe 75116 Paris

TIKEHAU CAPITAL

Apport partiel d'actif

effectué par Tikehau Capital Advisors

Rapport des commissaires à la scission

Aux associés de la société Tikehau Capital Advisors et aux actionnaires de la société Tikehau Capital,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 26 avril 2021, concernant l'apport par la société Tikehau Capital Advisors (ci-après « TCA ») à la société Tikehau Capital (ci-après « Tikehau Capital » ou la « Société ») des actifs et passifs relatifs à la branche complète d'activité correspondant aux fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la valeur des apports.

La rémunération des apports a été arrêtée dans le projet de traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 1^{er} juin 2021.

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération proposée.

À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions de Tikehau Capital et aux apports de TCA sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital et à l'Apport effectué par TCA
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Synthèse – Points clé
5. Conclusion

1. Présentation de l'opération

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de traité d'apport, peuvent se résumer comme suit.

1.1. Contexte de l'opération

Le présent apport de branche complète d'activité s'inscrit dans le cadre d'une rationalisation de l'organisation du groupe Tikehau Capital, afin d'en simplifier la gouvernance et d'assurer une meilleure lisibilité des flux financiers. Cette rationalisation prévoit plusieurs opérations successives, constituant une opération globale désignée comme la Réorganisation du groupe Tikehau Capital ou l'Opération, aucune des opérations successives ci-après décrites n'ayant vocation à être réalisée sans les autres :

- la nomination de deux gérants (deux sociétés contrôlées chacune par l'un des fondateurs, Messieurs Antoine Flamarion et Mathieu Chabran, rémunérés au titre de leur mandat de gérants) ;
- la désignation d'un nouvel associé commandité, Tikehau Capital Commandité (« TCC »), en remplacement de l'actuel gérant-commandité Tikehau Capital General Partner (ci-après « TCGP »). TCC serait, tout comme l'est aujourd'hui TCGP, filiale à 100% de TCA ;
- la fusion absorption de TCGP par Tikehau Capital (ci-après « la Fusion »). Les droits de commandité détenus par TCGP et transmis à Tikehau Capital du fait de l'opération de fusion seraient annulés à l'issue de la Fusion. A l'issue de la Fusion, TCC serait le seul associé commandité de Tikehau Capital et bénéficierait d'un préciput réduit, prévu dans le cadre de sa nomination et les statuts de Tikehau Capital seraient modifiés pour refléter cette diminution du préciput des commandités ;
- l'apport par la société Tikehau Capital Advisors (ci-après « TCA ») à Tikehau Capital des actifs et passifs relatifs à la branche complète d'activité correspondant aux fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital, à savoir notamment la Stratégie, la Direction juridique et réglementaire, la Direction de la Communication et des affaires publiques, les Relations investisseurs, la Direction financière (incluant les équipes de trésorerie et financement, les comptabilités des comptes sociaux et consolidés, le contrôle de gestion notamment), la Direction du capital humain, les fonctions ESG, la Direction des systèmes d'information, la Direction de la conformité et du contrôle interne, l'Audit interne, le conseil en matière de fusions et acquisitions, et les services généraux/support (ci-après « l'Activité Apportée » ou les « Fonctions *corporate* centrales ») dans le cadre d'un apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions (ci-après « l'Apport »).

TCA, associé unique de TCGP, recevra en contrepartie de ses actions dans TCGP des actions de Tikehau Capital selon une parité d'échange déterminée sur la base des valeurs réelles des deux sociétés.

Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris nous a également nommés en qualité de commissaires à la fusion dans le cadre de la Fusion.

1.2. Présentation des sociétés concernées et liens entre les sociétés

1.2.1 Société bénéficiaire

La société Tikehau Capital est une société en commandite par actions, constituée le 25 juin 2004. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 477 599 104. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A).

A la date du présent rapport, le capital social de Tikehau Capital s'élève à 1 635 714 048 euros et est divisé en 136 309 504 actions de 12 euros de valeur nominale, de même catégorie.

Par ailleurs, Tikehau Capital a mis en place, en application des articles L. 225-97-1 et suivants du code de commerce les plans d'attribution d'actions gratuites suivants, tels qu'ils étaient en vigueur au 31 mars 2021 : quatre plans d'actions gratuites et dix plans d'actions de performance.

Le nombre d'actions attribuées et restant à acquérir au 31 mars 2021 au titre de ces plans est de 2 026 031 actions nouvelles ou existantes.

Tikehau Capital a également procédé à une émission réservée de 1 244 781 bons de souscription d'actions (« BSA TC ») souscrits le 22 décembre 2016 au prix unitaire de 2,20 euros par les sociétés Tikehau Management, Tikehau Employee Fund 2008 et TCA Partnership, chacune pour un tiers de l'émission, à hauteur respectivement de 414 927 BSA TC. Ces BSA TC sont exerçables à tout moment en une ou plusieurs fois à compter du cinquième anniversaire de leur émission, étant toutefois précisé que les BSA TC qui n'auront pas été exercés avant le dixième anniversaire de leur émission deviendront caducs automatiquement et de plein droit à compter de cette date. En application des dispositions légales et contractuelles prévues afin de préserver les droits des titulaires des BSA en cas d'opération sur le capital de Tikehau Capital, ces BSA TC donnent désormais le droit de souscrire 1 445 190 actions nouvelles Tikehau Capital à la date du présent rapport.

Objet social

Tikehau Capital est une société qui a pour objet, tant en France qu'à l'étranger :

- l'acquisition, la souscription, le développement, la détention, la gestion et la cession, sous toute forme, de toutes parts sociales et de tous instruments financiers dans toutes sociétés ou entités juridiques, créées ou à créer, françaises ou étrangères ;
- la réalisation d'investissements et de financements et le montage et la structuration d'opérations d'investissement ou de financement dans tous domaines et portant sur toutes classes d'actifs ;
- l'acquisition, la souscription, le développement, la détention, la gestion et la cession, sous toute forme, de participations dans des entités impliquées dans la gestion de portefeuille, de patrimoine ou de fonds d'investissement ou d'organismes de placement collectif, le courtage, le financement, les activités bancaires ou d'assurance, les services d'investissement, le conseil ou toute autre activité financière, en France ou à l'étranger ;

le tout directement ou indirectement, pour son compte ou pour le compte de tiers, soit seule, soit avec des tiers, par voie de création de sociétés nouvelles, d'apport, de commandite, de souscription, d'achat de titres ou de droits sociaux, de fusion, d'alliance, de société en participation ou de prise ou de dation en location ou en gérance de tous biens ou droits autrement, en France et à l'étranger ;

- toutes prestations de services en matière administrative, financière, comptable, juridique, commerciale, informatique ou de gestion au profit des filiales de Tikehau Capital ou de toutes autres sociétés dans lesquelles elle détiendrait une participation ; et
- généralement, toutes opérations mobilières ou immobilières, industrielles, commerciales ou financières se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à tous objets similaires ou connexes, ou pouvant être utiles à cet objet ou de nature à en faciliter la réalisation.

1.2.2 Société apporteuse

TCA est une société par actions simplifiée qui a été constituée le 21 janvier 2005. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 480 622 026.

Le capital social de TCA s'élève à 32 284 386 euros et est divisé en 32 284 386 actions d'un euro de valeur nominale chacune, intégralement libérées et de même catégorie.

TCA a par ailleurs émis 1 937 063 bons de souscription d'actions le 31 mars 2020, pouvant être exercés à tout moment, en une ou plusieurs fois, à compter du quatrième anniversaire de leur date d'émission et jusqu'au septième anniversaire de leur date d'émission (les « BSA TCA »). En application des dispositions légales et contractuelles prévues afin de préserver les droits des titulaires des BSA en cas d'opération sur le capital de TCA, ces BSA TCA donnent désormais le droit de souscrire 1 947 347 actions nouvelles TCA à la date du présent rapport.

Objet social

TCA est une société qui a pour objet en France et à l'étranger :

- l'acquisition, la détention, la gestion de tous titres de participations et valeurs mobilières ;
- toutes prestations de services et de conseil dans tous domaines et notamment financiers, juridiques, commerciaux et immobiliers ;
- la prise de tous intérêts et participations, par tout moyen et sous quelque forme que ce soit, de toutes sociétés, affaires ou entreprises notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, d'apports, fusions, alliances, sociétés en participation ou groupement d'intérêt économique, ainsi que l'administration, la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations ; et
- plus généralement, toutes opérations de quelque nature qu'elles soient, se rattachant directement ou indirectement à l'objet social ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires, susceptibles d'en faciliter la réalisation ou l'extension.

1.2.3 Liens entre les sociétés et dirigeants communs

TCA détient directement 37,03% de Tikehau Capital et indirectement 6,79% par l'intermédiaire d'une filiale détenue à 58,17%.

Les sociétés apporteuse et bénéficiaire font partie d'un groupe de sociétés co-fondé par Messieurs Antoine Flamarion et Mathieu Chabran, respectivement actionnaires des sociétés AF&Co (société par actions simplifiée, au capital social de 952 430 euros), détenant directement 23,12% du capital de la société apporteuse et MCH (société par actions simplifiée, au capital social de 645 773 euros), détenant directement 10,24% du capital de la société apporteuse.

AF&Co et MCH sont respectivement Président et Directeur Général de TCA.

Dans le cadre des opérations, et notamment de la mise en œuvre de la nouvelle gouvernance, les sociétés AF Management (une société détenue à 100% par AF&Co) et MC Management (une société détenue à 100% par MCH) seraient nommées gérants de Tikehau Capital avec effet à la satisfaction et/ou la mainlevée de toutes les conditions suspensives à l'Apport et immédiatement avant la constatation de la réalisation définitive de l'Apport.

1.3. Description de l'opération

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'Apport

L'Apport porte sur une branche complète d'activité au sens de l'article 210-B du Code général des impôts. L'Apport est effectué sous le régime juridique des scissions tel que défini par les dispositions de l'article L. 236-22 du code de commerce. Les parties ont convenu d'écarter toute solidarité entre elles en ce qui concerne le passif apporté dans le cadre de l'Apport.

L'Apport sera transcrit sur la base des valeurs réelles et placé sous le régime de neutralité fiscale prévu par les articles 210 A et suivants du code général des impôts. Les sociétés n'entendent pas appliquer, au titre de l'Apport, le régime « simplifié » des apports partiels d'actifs soumis au régime des scissions prévu aux alinéas 2 et 3 de l'article L. 236-22 du Code de commerce.

1.3.2. Conditions suspensives

La réalisation de l'Apport est soumise aux conditions suspensives prévues à l'article 23 du projet de traité d'apport, à savoir notamment la mise à disposition d'un document d'exemption à l'obligation de déposer un prospectus établi à l'occasion de l'Opération à destination des actionnaires de Tikehau Capital et l'approbation par les assemblées générales de TCA et de Tikehau Capital des conditions de l'Apport.

L'Apport prendra effet de manière rétroactive d'un point de vue comptable et fiscal au 1^{er} janvier 2021.

1.3.3. Rémunération de l'Apport

En rémunération de l'Apport, évalué à la somme totale de 710 231 600 euros, la société TCA recevra 24 075 647 actions nouvelles, d'une valeur nominale de douze euros (12 euros), entièrement libérées, créées par la société Tikehau Capital, qui augmentera ainsi son capital de 288 907 764 euros.

La différence entre la valeur de l'Apport, soit 710 231 600 euros, et le montant de l'augmentation du capital de Tikehau Capital, de 288 907 764 euros, constituera une prime d'apport d'un montant de 421 323 836 euros.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital et à l'Apport effectué par TCA

2.1. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la scission

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de TCA et de Tikehau Capital sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer la rémunération et d'apprécier le caractère équitable de cette dernière. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » menée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de l'Opération ;
- discuté avec le management des deux sociétés, et leurs conseils en charge de la réalisation de l'opération, tant pour appréhender son contexte, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- vérifié la propriété et la libre disposition des actifs apportés par TCA ;
- examiné le projet de traité d'apport partiel d'actif et ses annexes ;
- vérifié que les comptes des sociétés Tikehau Capital et TCA, arrêtés au 31 décembre 2020, avaient été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- analysé les travaux réalisés par les banques conseils ;
- examiné le plan d'affaires détaillé de Tikehau Capital couvrant la période 2021-2025 ainsi que l'extrapolation 2026-2032 réalisée par le management du Groupe, et discuté avec les responsables concernés notamment sur la pertinence des hypothèses retenues ;

- apprécié les critères d'évaluation de Tikehau Capital et de l'Apport au moyen notamment d'une approche intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie avec une analyse de sensibilité de la valeur à différents paramètres, se fondant sur les indications recueillies auprès de nos interlocuteurs ;
- à titre de vérification, mis en œuvre une évaluation de Tikehau Capital par comparaison avec des multiples de résultats observés sur des groupes cotés exerçant une activité comparable ;
- analysé la valeur de TCA de manière homogène à celle de Tikehau Capital et la sensibilité de la rémunération à l'ensemble des fourchettes de valeurs de Tikehau Capital ressortant des travaux de valorisation ;
- obtenu une lettre d'affirmation de représentants de Tikehau Capital et TCA qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.2. Méthode d'évaluation et détermination des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital et à l'Apport TCA

2.2.1 Valeur relative de Tikehau Capital

Les approches d'évaluation suivantes ont été jugées inadaptées :

- actif net comptable et actif net réévalué : ces approches ne sont pas pertinentes. Le montant des capitaux propres consolidés, part du Groupe, de Tikehau Capital, soit 2 797 millions d'euros au 31 décembre 2020, ne représente pas la valeur du groupe Tikehau Capital. En l'absence d'actif significatif hors exploitation susceptible d'être réévalué, l'approche par l'actif net réévalué n'est pas davantage pertinente. La valeur de Tikehau Capital est principalement issue de son activité, qui est appréhendée par les approches d'évaluation présentées ci-après ;
- méthode des transactions comparables : en l'absence de transaction récente intervenue sur des sociétés comparables à Tikehau Capital, nous n'avons pu mettre en œuvre cette méthode.

Eu égard aux caractéristiques du groupe Tikehau Capital, trois approches d'évaluation ont été examinées.

2.2.1.1. Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité, et de son endettement net à la date de l'évaluation. Les flux sont actualisés à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon des prévisions.

Dans le cadre de nos travaux nous avons analysé le plan prévisionnel, décliné par activité, établi de manière détaillée par le management de Tikehau Capital selon le due process habituel sur la période 2021 – 2025. Nous avons également pris connaissance de l'extrapolation réalisée en central par le management de la Société. Les prévisions utilisées ont été établies dans le contexte actuel du marché.

Nous avons par ailleurs pris connaissance et analysé les travaux des banques conseils de Tikehau Capital relatifs à la rémunération de l'Apport.

Le taux utilisé pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie, à 9%, correspond au coût moyen pondéré du capital. Il a été calculé à partir des données du marché les plus récentes en matière de taux d'intérêt, de prime de risque du marché et de risque du secteur, ainsi que des particularités de la structure financière du groupe Tikehau Capital.

Par ailleurs, la valorisation inclut une valeur terminale obtenue en actualisant à l'infini un flux de trésorerie jugé normatif en fin de période de prévisions et tenant compte d'un taux de croissance arrêté en fonction des prévisions d'inflation.

La fourchette de valeurs ressortant de la méthode DCF encadre la valeur de 29,50 euros retenue pour déterminer la rémunération de l'Apport.

2.2.1.2. Évaluation par application de multiples de sociétés cotées comparables à titre de recoupement

L'approche de valorisation par les comparables boursiers a consisté, sur la base des dernières données de marché disponibles, à valoriser l'entité Tikehau Capital par référence à des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, en privilégiant les multiples portant sur la rentabilité (multiples de résultat lié aux commissions).

La valeur s'établit dans une fourchette large encadrant la valeur de 29,50 euros retenue pour déterminer la rémunération de l'Apport.

L'approche par les comparables boursiers n'a été retenue qu'à titre de recoupement pour apprécier la valeur de Tikehau Capital, car elle n'a pas pu être mise en œuvre pour évaluer l'Apport effectué par TCA compte tenu des spécificités de ce dernier.

2.2.1.3. Évaluation par référence au cours de bourse et aux objectifs des analystes à titre de recoupement

Les actions de la société bénéficiaire des apports étant admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A), nous avons également pu nous appuyer sur la référence au cours de bourse ainsi que sur les cours cibles des analystes pour apprécier la valeur des titres de Tikehau Capital.

Ces références, pertinentes pour évaluer Tikehau Capital, ne trouvent cependant pas à s'appliquer dans la mesure où TCA n'est pas une société cotée. Elles ont été utilisées à titre de recoupement pour conforter la valeur de Tikehau Capital ressortant des approches mises en œuvre.

A la date d'annonce de l'Opération, le 20 mai 2021, le cours de Tikehau Capital ressort à 24,7 euros en spot et à 25,8 euros en moyenne pondérée des volumes sur 1 mois. La valeur de Tikehau Capital de 29,50 euros retenue dans le cadre de la présente Opération extériorise des primes respectives de 19,4% et 14,2% sur ces cours. Nous observons que postérieurement à l'annonce de l'Opération, le 21 mai 2021, le cours a augmenté de 9% pour s'établir à 26,9 euros.

La Société est suivie par 9 analystes. Sur la base des notes publiées depuis le 18 mars 2021, date d'annonce des résultats 2020 de la Société, jusqu'à la date d'annonce de l'Opération, le cours cible médian des analystes ressort à 29,5 euros, identique à la valeur retenue dans le cadre de la présente Opération.

2.2.2 Valeur de l'Apport effectué par TCA

Nous avons analysé la valeur de l'Apport effectué par TCA dans notre rapport sur la valeur des apports. Rappelons que la valeur de TCA est étroitement liée aux capitaux propres consolidés de Tikehau Capital, puisqu'elle reçoit, indirectement par sa filiale TCGP, 2% des capitaux propres consolidés du groupe Tikehau Capital, dont 1,9% lui sont rétrocédés par TCGP au titre d'une convention de prestation de services conclue entre TCA et TCGP. TCGP reçoit par ailleurs en sa qualité d'associé commandité, un dividende précipitaire de 12,5% du résultat net social de Tikehau Capital.

En synthèse, nos travaux relatifs à la détermination de la valeur relative attribuée à l'Apport effectué par TCA ont été menés de façon cohérente avec ceux effectués pour apprécier la valeur de Tikehau Capital, sur la base des flux issus du même plan d'affaires.

La fourchette de valeurs de l'Apport, telle qu'elle ressort de notre analyse, encadre la valeur de 710 231 600 euros retenue par les parties, étant précisé que cette valeur s'inscrit plutôt dans le haut de notre fourchette s'agissant de la méthode DCF retenue à titre principal.

2.3. Commentaires et/ou observations des commissaires à la scission sur les évaluations exposées dans le projet de traité d'apport partiel d'actif

Nous n'avons pas de commentaire sur les méthodes retenues et écartées, ni sur les paramètres utilisés par les Parties pour déterminer les valeurs relatives.

2.4. Méthodes et/ou critères complémentaires introduits par les commissaires à la scission

Nous avons réalisé les études de sensibilité qui nous sont apparues appropriées, en particulier sur les taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

2.5. Appréciation des valeurs relatives

Ainsi que rappelé ci-dessus, la valeur de l'Apport effectué par TCA est dépendante des capitaux propres consolidés de Tikehau Capital.

Dès lors, les valeurs relatives retenues pour déterminer la parité d'échange sont interdépendantes et nous avons apprécié les valeurs relatives de l'Apport et de Tikehau Capital sur des bases homogènes.

Les références aux cours de bourse et aux objectifs de cours de Tikehau Capital, ainsi que la méthode des comparables boursiers n'ont été retenues qu'à titre de recoupement pour apprécier la valeur de Tikehau Capital, car elles ne pouvaient être utilisées de manière homogène pour évaluer l'Apport effectué par TCA.

Nous nous sommes cependant assurés que la valeur relative de Tikehau Capital déterminée par la méthode DCF était au moins égale au cours de bourse et cohérente avec les objectifs de cours des analystes.

3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

3.1. Rémunération proposée par les parties

Pour rappel, l'Opération consiste en l'apport par TCA à Tikehau Capital de sa branche complète d'activité de Fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital composée de l'ensemble de ses actifs et passifs, droits et obligations, notamment les contrats de travail, le droit au bail et les actifs matériels, sous réserve des seules exclusions spécifiquement énoncées dans le traité d'apport.

Dans ce contexte, la rémunération a été fixée en évaluant l'Apport effectué par TCA sur des bases homogènes avec celles retenues pour évaluer Tikehau Capital.

3.2. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la scission

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission pour apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital, d'une part, et à l'Apport effectué par TCA, d'autre part.

Nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée par référence aux valeurs relatives ainsi déterminées.

3.3. Appréciation et positionnement du caractère équitable de la rémunération proposée, commentaires et/ou observations éventuels

Afin d'apprécier la rémunération proposée, nous avons analysé la sensibilité de cette dernière à une large fourchette de valeurs attribuées à l'action Tikehau Capital et, de manière homogène, à l'Apport TCA.

Nous notons la grande sensibilité de la rémunération aux différents paramètres retenus dans l'analyse.

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause les valeurs retenues dans le projet de traité d'apport, qui ont été déterminées selon des critères de valorisation homogènes.

3.4. Incidence de la rémunération proposée sur la situation des différentes catégories d'actionnaires ou associés

Nous avons étudié l'impact de l'Opération sur le résultat net par action de Tikehau Capital.

Sur la base du résultat net anticipé au titre de 2021 par le consensus des analystes à la date du 20 mai 2021 (soit 116,3 millions d'euros), l'Opération considérée dans sa globalité, en ce incluant à la fois l'opération d'Apport et l'opération de Fusion, présente un caractère relatif pour les actionnaires de Tikehau Capital.

Nous observons que l'Opération ne serait néanmoins que légèrement relative, voire dilutive selon les hypothèses retenues, sur la base du résultat net anticipé au titre de 2021 retraité de la perte exceptionnelle liée au dénouement des instruments de couverture souscrits en 2020 à titre de protection contre la baisse de la valeur des investissements de Tikehau Capital.

4. Synthèse – points clé

4.1. Diligences mises en œuvre

Nous avons, pour l'essentiel, apprécié la valeur des titres de Tikehau Capital et celle de l'Apport par référence à l'approche des flux prévisionnels de trésorerie actualisés. Nous avons également retenu, s'agissant de la seule valeur des titres de Tikehau Capital, des approches complémentaires reposant sur la comparaison avec un échantillon de sociétés cotées comparables ainsi que sur le cours de bourse et les cours cibles des analystes.

4.2. Éléments essentiels ayant une incidence sur les valeurs et la rémunération proposée

Sur la base des informations qui nous ont été communiquées et de nos travaux, nous observons que les principaux paramètres ayant une incidence sur les valeurs des entités parties prenantes à l'Opération et sur la rémunération sont les taux d'actualisation utilisés, ainsi que l'hypothèse retenue pour calculer, à compter de 2026, le résultat social de Tikehau Capital par référence au résultat consolidé du groupe Tikehau Capital. Nous avons étudié la sensibilité de la rémunération à ces paramètres. La rémunération proposée se situe dans la fourchette des parités ressortant des différentes analyses que nous avons conduites.

Enfin, nous rappelons que l'Opération présente un caractère relatif sur la base du résultat net de Tikehau Capital estimé par le consensus d'analystes au titre de 2021. Il n'est que légèrement relatif voire dilutif sur le résultat net retraité des éléments exceptionnels.

5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération arrêtée par les parties pour l'Apport effectué par TCA, conduisant à émettre 24 075 647 actions Tikehau Capital, présente un caractère équitable.

A Neuilly sur Seine et Paris, le 8 juin 2021

Sonia Bonnet-Bernard



Alain Abergel

