

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**Fusion-Absorption**

de la société Tikehau Capital General Partner par Tikehau Capital

Rapport des commissaires à la fusion

A l'associé de la société Tikehau Capital General Partner 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 la fusion par voie d'absorption de la société Tikehau Capital General Partner (ci-après « TCGP ») par la société Tikehau Capital (ci-après « Tikehau Capital » ou la « Société bénéficiaire »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L. 225-147 du code de commerce.

Notre appréciation de la rémunération de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

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

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

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 à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la Société bénéficiaire augmentée de la prime d'apport.

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

À 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 notre conclusion présentées selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports
3. Synthèse – points clé
4. Conclusion

1. Présentation de l'opération et description des apports

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

1.1. Contexte de l'opération

La présente opération de fusion-absorption 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 scission dans le cadre de l'apport partiel d'actif réalisé par TCA.

1.2. Présentation des sociétés concernées et liens entre les sociétés

1.2.1 Société bénéficiaire (absorbante)

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 (absorbée)

La société Tikehau Capital General Partner (TCGP) est une société par actions simplifiée, constituée le 12 février 2014. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 800 453 433.

Le capital social de TCGP s'élève à 100 000 euros et est divisé en 100 000 actions d'un euro de valeur nominale chacune, intégralement souscrites par son associé unique, la société Tikehau Capital Advisors (TCA), société par actions simplifiée au capital social de 32 284 386 euros et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 480 622 026.

TCGP n'a pas émis de titres, de valeurs mobilières donnant accès ou non à son capital, ni consenti de droits donnant accès à son capital.

Objet social

Tikehau Capital General Partner est une société qui a pour objet :

- la gérance et/ou l'exercice de la qualité d'associé commandité de Tikehau Capital ;
- la gestion de sociétés commerciales ;
- l'activité de société holding ayant la qualité d'actionnaire ou d'associé (y compris indéfiniment responsable) ou détenant des participations financières (minoritaires, majoritaires ou dans des sociétés unipersonnelles) ;
- toutes prestations de services en matière administrative, financière, comptable, juridique, commerciale, informatique ou de gestion au profit des filiales de la Société 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 ;
- conformément à son objet social, TCGP est associé commandité de Tikehau Capital, désigné en application de l'article 9 des statuts de Tikehau Capital, et gérant désigné en application de l'article 8 des statuts de Tikehau Capital.

1.2.3 Liens entre les sociétés et dirigeants communs

Ni la société absorbée, ni la société absorbante ne détiennent de valeurs mobilières de l'autre partie. TCGP est seul associé commandité de Tikehau Capital, désigné en application de l'article 9 des statuts de Tikehau Capital et détient à ce titre des parts de commandité.

La société absorbée et la société absorbante sont contrôlées par TCA, TCA détenant 100% du capital de la société absorbée et détenant directement 36,99% du capital de la société absorbante. TCA contrôle également la société Fakarava Capital, qui elle-même détient 6,79% du capital de la société absorbante.

La société absorbée et la société absorbante 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 TCA et MCH (société par actions simplifiée, au capital social de 645 773 euros, détenant directement 10,24% du capital de TCA.

Il est prévu, dans le cadre du projet de réorganisation du groupe Tikehau Capital, la constitution d'une nouvelle société, dont le capital sera détenu par TCA, qui sera nommée associé commandité de la société absorbante ainsi que des modifications dans la gérance de la société absorbante.

A la date des présentes, la société absorbée exerce les fonctions de gérant de la société absorbante. La société absorbée a pour Président et Directeur Général respectivement les sociétés AF&Co et MCH.

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 la Fusion et immédiatement avant la constatation de la réalisation définitive de la Fusion.

1.3. Présentation de l'opération

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'opération

Le projet de traité de fusion précise de façon détaillée les modalités de réalisation de l'opération. En substance, celles-ci peuvent être résumées comme suit.

1.3.1.1 Date d'effet comptable et fiscal

Les parties ont convenu de conférer à l'opération de fusion par voie d'absorption un effet rétroactif, sur le plan comptable et fiscal, au 1^{er} janvier 2021.

En conséquence, les opérations, tant actives que passives, engagées par la société TCGP, l'absorbée, depuis cette date jusqu'à la date de réalisation de la fusion, seront réputées avoir été accomplies pour le compte de la société Tikehau Capital, société absorbante, d'un point de vue comptable et fiscal.

1.3.1.2 Conditions suspensives

La fusion-absorption et la dissolution de la société absorbée qui en résulte sont subordonnées à la réalisation des conditions suspensives telles qu'énumérées à l'article 14 du projet de traité de fusion, à savoir :

- la mise à disposition du document d'exemption à l'obligation de déposer un prospectus établi à l'occasion des opérations de réorganisation, à destination des actionnaires de la société absorbante et établi en vue de l'admission des actions à émettre en rémunération de la Fusion et de l'Apport ;
- l'approbation par TCA, associé unique de TCGP, de l'ensemble des stipulations du traité, de la fusion qui y est convenue et des modalités de sa rémunération ;
- l'approbation par l'assemblée générale mixte de Tikehau Capital et par l'associé commandité de Tikehau Capital de l'ensemble des stipulations du traité, de la Fusion qui y est convenue et de l'augmentation de capital en rémunération de la fusion ;
- l'obtention d'une décision de l'AMF accordant à TCA, AF&Co, MCH et aux actionnaires de Tikehau Capital agissant de concert avec TCA le bénéfice d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique obligatoire et de retrait visant les titres de Tikehau Capital.

1.3.1.3 Régime fiscal appliqué à l'opération

Les parties entendent placer la fusion sous le bénéfice du régime fiscal de faveur des fusions prévu par les dispositions de l'article 210 A du code général des impôts.

À cet effet, Tikehau Capital prendra l'engagement de respecter l'ensemble des dispositions de l'article 210 A du code général des impôts.

1.3.2 Description des apports

1.3.2.1 Méthode d'évaluation retenue

Les conditions de la fusion ont été établies sur la base des comptes sociaux de TCGP de l'exercice clos le 31 décembre 2020 et des comptes sociaux de Tikehau Capital de l'exercice clos le 31 décembre 2020, tous deux joints respectivement en annexes 3.1 et 3.2 au projet de traité de fusion.

En application des dispositions du Titre VII du règlement n°2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables relatif au plan comptable général, les apports réalisés dans le cadre de la fusion-absorption de TCGP par Tikehau Capital sont évalués sur la base de leur valeur réelle, déterminée sur la base des méthodes de valorisation décrites en annexe au projet de traité, dans la mesure où la valeur nette comptable de l'actif net apporté est inférieure à la valeur nominale des titres à émettre en rémunération de l'actif net transféré.

La rémunération de la fusion a quant à elle été déterminée à partir des valeurs réelles respectives des actions de la société absorbée et des actions de la société absorbante.

1.3.2.2 Description des apports

Sur la base des éléments d'actifs figurant dans les comptes sociaux de TCGP au 31 décembre 2020, utilisés pour établir les conditions de la fusion, les actifs apportés par TCGP à Tikehau Capital au titre de la Fusion comprenaient au 31 décembre 2020 les éléments suivants :

Eléments d'actif apportés	Situation au 31 décembre 2020
	Valeur réelle
Fonds de commerce	439 950 014 €
Actif immobilisé	439 950 014 €
Autres créances	3 866 €
Disponibilités	480 138 €
Actif circulant	484 004 €
Total Actif	440 434 018 €

La valeur réelle des éléments d'actif composant le patrimoine de TCGP à Tikehau Capital au titre de la Fusion s'élève donc à 440 434 018 euros.

Les passifs pris en charge par Tikehau Capital au titre de la Fusion comprenaient au 31 décembre 2020 les éléments suivants :

Eléments de passif pris en charge	Situation au 31 décembre 2020
	Valeur réelle
Compte courant d'associés	71 242 €
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	10 920 €
Dettes fiscales et sociales	83 442 €
Emprunts et dettes	165 604 €
Total Passif	165 604 €

Le montant total des passifs composant le patrimoine de TCGP pris en charge par Tikehau Capital au titre de la Fusion s'élève donc à 165 604 euros.

La valeur de l'actif net apporté, correspondant à l'actif net de TCGP au 31 décembre 2020 calculé sur la base de sa valeur réelle, s'élève donc à 440 268 414 euros.

2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports

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

Notre mission consiste à vérifier l'absence de surévaluation des apports.

En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus la validation du régime fiscal applicable à la présente opération.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de due diligence effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport, qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date des assemblées appelées à se prononcer sur l'opération.

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

En particulier, les diligences spécifiques suivantes ont été réalisées :

- entretiens avec les représentants des parties à l'opération et leurs conseils, tant pour en appréhender le contexte, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- examen du projet de traité de fusion et de ses annexes ;
- vérification de la pleine propriété des actifs apportés, en nous faisant confirmer l'absence de toute garantie ou nantissement s'y apportant ;
- vérification du respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports ;
- rapprochement entre les valeurs comptables attribuées aux apports et les comptes arrêtés au 31 décembre 2020 de la société dont ces apports sont issus ;
- examen des méthodes de valorisation ayant permis de déterminer la valeur réelle de la société absorbée ;
- mise en œuvre de nos propres travaux d'estimation de la valeur, complétés le cas échéant d'analyses de sensibilité ;
- vérification de l'absence de faits ou d'évènements intervenus avant le jour de la signature du présent rapport, susceptibles de remettre en cause la valeur nette des apports.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes de l'article 4 du traité de fusion, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle des éléments d'actif apportés et de passif pris en charge en tant que valeur des apports.

Le choix de cette méthode de valorisation est conforme aux dispositions du Titre VII du règlement n°2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables relatif au plan comptable général, homologué par arrêté du 8 septembre 2014, dans la mesure où la valeur nette comptable de l'actif net apporté est inférieure à la valeur nominale des titres à émettre en rémunération de l'actif net transféré.

En conséquence, cette méthode d'évaluation n'appelle pas de commentaire de notre part.

2.3. Réalité de l'Apport

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés que les actifs apportés étaient libres de tout nantissement.

Par ailleurs, nous nous sommes fait confirmer, par lettre d'affirmation, l'absence de toute restriction dans le transfert des actifs apportés et des passifs pris en charge.

2.4. Valeur individuelle des apports

Comme indiqué ci-dessus, les éléments d'actif et de passif de la société absorbée seront transférés à leur valeur réelle, estimée à partir des valeurs comptables telles qu'elles ressortent des comptes de la société TCGP arrêtés au 31 décembre 2020, comptes qui ont été établis suivant les règles et principes comptables français. La valeur des actifs et passifs apportés est correctement représentée par leur valeur comptable, à l'exception de celle du fonds de commerce qui a été déterminée à partir de la valeur globale comme indiqué ci-après.

Sur cette base, nous n'avons pas d'observation particulière à formuler sur la valeur individuelle des actifs apportés et des passifs transmis dans le cadre de l'opération.

2.5. Appréciation de la valeur globale des apports

Nous avons apprécié le caractère raisonnable des modalités d'évaluation en valeur réelle des apports effectués par TCGP à Tikehau Capital.

La valeur des apports effectués par TCGP à Tikehau Capital est intimement liée aux capitaux propres consolidés de Tikehau Capital, puisque TCGP reçoit directement 2% des capitaux propres consolidés du groupe Tikehau Capital, dont 1,9% sont rétrocédés à TCA au titre des services fournis à Tikehau Capital.

TCGP reçoit par ailleurs, en sa qualité d'associé commandité, un dividende précipitaire de 12,5% du résultat net social de Tikehau Capital.

TCGP ne dispose d'aucun salarié et s'appuie sur un contrat de prestation de services conclu avec TCA pour les besoins de l'exercice des Fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital.

Cette convention prévoit une rémunération égale à 1,9% des capitaux propres consolidés totaux de Tikehau Capital, laissant une marge de 0,1% du montant des capitaux propres consolidés chez TCGP.

TCA regroupe les Fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital sur lesquelles s'appuie TCGP dans la réalisation de ses missions pour le compte de Tikehau Capital et de ses filiales. Une équipe de 58 salariés (au 1^{er} juin 2021 incluant les contrats à durée indéterminée et déterminée et contrats d'alternance) est dédiée à la réalisation des Fonctions *corporate* centrales.

TCA bénéficie des services de direction générale et de stratégie rendus par les deux sociétés holding AF&Co et MCH en leur qualité de Président et de Directeur général.

TCA rend des prestations dans le cadre de l'activité de *holding management* via son équipe dédiée de salariés.

Dans ce contexte, il importe de rappeler que la présente Fusion entre Tikehau Capital et TCGP et l'Apport effectué par TCA constituent une opération globale désignée comme la Réorganisation du groupe Tikehau Capital, aucune de ces opérations successives n'ayant vocation à être réalisée sans les autres.

Dans ce cadre, à l'issue de la Réorganisation, le fonds commercial résultant de l'activité apportée par TCA à Tikehau Capital, d'une part, et le fonds commercial résultant de la Fusion entre TCGP et Tikehau Capital, d'autre part, seront comptabilisés de manière globale sur une seule ligne du poste comptable « fonds commercial » de Tikehau Capital.

Les deux valeurs, d'une part, de l'apport effectué par TCGP à Tikehau Capital au titre de la présente Fusion, d'autre part, de l'Apport effectué par TCA à Tikehau Capital, sont liées et ont fait l'objet, dans le cadre de nos travaux, de revues croisées et interdépendantes, étant rappelé que nous émettons par ailleurs un rapport sur la valeur de l'Apport dans le cadre de l'apport partiel d'actif réalisé par TCA au profit de Tikehau Capital.

L'imbrication des valeurs de l'apport de TCA à Tikehau Capital et l'apport de TCGP à Tikehau Capital résulte des fondements de la réorganisation du groupe Tikehau Capital et de ses conséquences organisationnelles.

En effet, TCA doit procéder à l'apport des actifs et passifs relatifs aux Fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital. Les services de direction générale et de stratégie rendus par les sociétés AF&Co et MCH à TCGP par l'intermédiaire de TCA seront apportés à Tikehau Capital et prendront fin.

A l'issue de cet apport, le contrat de prestation de services initialement conclu entre TCGP et TCA sera éteint par confusion des qualités de créancier et débiteur au niveau de Tikehau Capital.

Ceci étant précisé, nous avons apprécié le caractère raisonnable des modalités d'évaluation en valeur réelle de l'actif net estimé au 31 décembre 2020 de TCGP.

S'agissant de la valeur des apports pris dans leur ensemble, nous nous sommes assurés du caractère cohérent et raisonnable de la valeur économique estimée au 31 décembre 2020 de l'actif net apporté par TCGP.

Afin d'apprécier cette valeur économique, nous nous sommes notamment référés aux méthodes de valorisation mis en œuvre par les parties à l'opération et décrite en annexe du projet de traité d'apport.

a) Méthodes d'évaluation écartées

Evaluation par comparaison avec des transactions comparables :

L'approche de valorisation par les transactions comparables est rendue impossible par l'absence de société comparable à TCGP, en sa qualité d'associé commandité de Tikehau Capital, par la nature de l'activité, la taille et la structure organisationnelle du groupe auquel elle appartient.

Evaluation par comparaison avec un échantillon de sociétés cotées comparables :

Compte tenu de l'absence de société cotée suffisamment comparable avec la société TCGP, pour les mêmes raisons, cette méthode a été écartée.

b) Méthode d'évaluation retenue

Evaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie :

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque de la branche complète d'activité par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis à vis de cette branche d'activité, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Pour l'évaluation de l'actif net de la société TCGP, nous disposons d'un prévisionnel d'exploitation suffisamment détaillé et étayé, provenant des données prévisionnelles établies par Tikehau Capital, eu égard à l'imbrication des comptes d'exploitation et des comptes consolidés de Tikehau Capital et des comptes d'exploitation de TCGP – cf *supra*.

Pour la société Tikehau Capital, bénéficiaire de l'Apport effectué par TCA et de la Fusion-absorption de TCGP, l'opération prise dans son ensemble doit générer une amélioration du cash-flow après impôts à partir de 2021 grâce à la simplification de l'organisation du groupe Tikehau Capital.

Cela se traduira par (i) une réduction des coûts opérationnels avec le remplacement de la rémunération de la gérance représentant 2% des capitaux propres consolidés du groupe Tikehau Capital par une rémunération fixe annuelle de 2,5 m€ HT majorée des coûts relatifs aux Fonctions *corporate* centrales transférées à Tikehau Capital (environ 20 m€) et (ii) une réduction du dividende précipitaire de l'associé commandité passant de 12,5% à 1% du résultat net social de Tikehau Capital.

Ainsi, la valeur attribuée aux apports effectués par TCGP correspond pour Tikehau Capital à la valeur attribuée à cette économie nette de coûts et de dividendes précipitaires, estimée sur la base des 2% des capitaux propres consolidés du groupe Tikehau Capital et des 12,5% du résultat net social de Tikehau Capital.

Compte tenu du schéma global de l'opération envisagée, les valeurs globales obtenues pour TCA et TCGP issues de la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ne sont pas de nature à remettre en cause la valeur globale attribuée, par les parties, aux apports effectués par ces deux sociétés et, au sein de cette valeur globale, à la valeur de l'actif net apporté par la société TCGP.

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause la valeur globale des apports effectués par TCGP à Tikehau Capital.

3. Synthèse – points clé

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

La valeur de TCGP est intimement liée aux résultats de Tikehau Capital, puisqu'elle reçoit en sa qualité d'associé commandité, un dividende précipitaire de 12,5% du résultat net social de Tikehau Capital. TCGP reçoit par ailleurs 0,1% des capitaux propres consolidés du groupe Tikehau Capital au titre des management fees (après rétrocession de 1,9% à son associé unique TCA).

À la suite de cette opération, le préciput de l'associé commandité sera significativement réduit de 12,5% à 1% du résultat net social de Tikehau Capital.

La fourchette de valeurs de l'Apport telle qu'elle ressort de notre analyse encadre la valeur de 440 268 414 euros retenue par les parties, étant précisé que cette valeur s'inscrit plutôt dans le haut de notre fourchette de valeurs s'agissant de la méthode DCF retenue à titre principal.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 440 268 414 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante.

A Neuilly sur Seine et Paris, le 8 juin 2021

Sonia Bonnet-Bernard



Alain Abergel

