

RCS : PARIS
Code greffe : 7501

Actes des sociétés, ordonnances rendues en matière de société, actes des personnes physiques

REGISTRE DU COMMERCE ET DES SOCIETES

**Le greffier du tribunal de commerce de PARIS atteste l'exactitude des informations
transmises ci-après**

Nature du document : Actes des sociétés (A)

Numéro de gestion : 2018 B 16846
Numéro SIREN : 840 861 397
Nom ou dénomination : ANAXAGO CAPITAL

Ce dépôt a été enregistré le 09/11/2021 sous le numéro de dépôt 140856

ANAXAGO CAPITAL SAS

Société par Actions Simplifiée

18, rue Sainte-Foy

75 002 Paris

RAPPORT

DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

ANAXAGO CAPITAL SAS

Société par Actions Simplifiée

18 rue Sainte-Foy

75 002 Paris

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

Aux associés,

en exécution de la mission de commissaire aux apports qui m'a été confiée par l'unanimité des associés en date du 08/11/2021, concernant l'apport en nature de titres CAPHORN INVEST devant être effectué par :

- DUPDAG SARL,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Louis Sutre,
- Marion Chanéac.

dans le cadre de l'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL SAS, j'ai établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu à l'article L 225-147 du code de commerce.

Les titres apportés ont été arrêtés dans le traité d'apport signé le 08/11/2021.

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

A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Cette doctrine 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 nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports.

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

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

- 1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTIONS DES APPORTS**
- 2. DILIGENCES ACCOMPLIES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS**
- 3. CONCLUSION**

1 – PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTIONS DES APPORTS

1.1 Contexte de l'opération

Le présent apport de titres envisagé par

- DUPDAG, société à responsabilité limitée, dont le siège social est situé 32, rue Emile Duploye, 92130 Issy-les-Moulineaux, et dont le numéro unique d'identification est le 538 862 467 RCS Nanterre, représentée par Monsieur Guillaume Dupont,
- Alexandre Pelletier, né le 26 novembre 1975 à Evry (91), de nationalité française, demeurant 1, impasse Barbu, 92700 Colombes,
- Clara Audry, née le 2 septembre 1984 à Bordeaux (33), de nationalité française, demeurant 10, rue des Volontaires, 75015 Paris,
- Louis Sutre, né le 25 avril 1990 à Talence (33), de nationalité française, demeurant 38, rue Laugier, 75017 Paris,
- Marion Chanéac, née le 19 avril 1985 à Clamart (92), de nationalité française, demeurant 1, rue Lallier, 75009 Paris.

lors de l'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL SAS s'inscrit dans le cadre d'un rapprochement entre la société CAPHORN INVEST et ANAXAGO CAPITAL.

1.2 Présentation des sociétés et/ou des parties et intérêts en présence (liens entre les sociétés)

1.2.1 Personne morale apporteuse

La société ANAXAGO CAPITAL va procéder à une augmentation de capital par l'apport de titres de la société CAPHORN INVEST actuellement détenus par la société DUPDAG.

1.2.2 Personnes physiques apporteuses

La société ANAXAGO CAPITAL va procéder à une augmentation de capital par l'apport de titres de la société CAPHORN INVEST actuellement détenus par

- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Louis Sutre,
- Marion Chanéac.

1.2.3 Société bénéficiaire ANAXAGO CAPITAL

La société ANAXAGO CAPITAL est une société par actions simplifiée française, dont le siège social est 18 rue Sainte-Foy à Paris (75 002), immatriculée au Registre du commerce et de sociétés de Paris sous le numéro 840 861 397, et qui a pour objet :

- la gestion de portefeuille dans les limites de l'agrément délivré par l'Autorité des Marchés Financiers et sur la base du programme d'activité approuvé par l'Autorité des Marchés Financiers : le conseil en investissements financiers y compris les services connexes tels qu'admis par l'AMF dans son agrément ; la collecte d'ordres de souscription et de rachat sur les parts d'organismes de placement collectif dont ceux gérés par la société

1.2.3.1 Société CAPHORN INVEST dont les titres sont apportés

La société CAPHORN INVEST est une société par actions simplifiée française, dont le siège social est 7 rue Drouot à Paris (75009), immatriculée au Registre du commerce et de sociétés de Paris sous le numéro 521 914 382, et qui a pour objet la gestion de portefeuille dans les limites de l'agrément délivré par l'Autorité des Marchés Financiers et sur la base du programme d'activité approuvé par l'Autorité des Marchés Financiers.

CAPHORN INVEST est donc une société de gestion de portefeuille spécialisée dans la gestion de fonds de *private equity*.

Son capital est composé de 150.000 actions ordinaires et 13.041 attributions gratuites d'actions (AGA).

1.3 Description de l'opération

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

L'apport sera réalisé avec effet à la date de l'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL.

Il est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature purs et simples tel que fixé par les dispositions de l'article L. 225-147 du code de commerce.

En matière d'impôt sur les sociétés, l'apporteur Personne Morale et le bénéficiaire entendent placer l'apport sous le régime fiscal de faveur, édicté par les articles 210 A et 210 B du Code général des impôts visant les apports partiels d'actifs qui portent sur une branche complète d'activité ou des éléments assimilés.

1.3.2 Rémunération de l'apport

En rémunération des apports, il sera attribué à :

- DUPDAG SARL, 7.195 actions nouvelles de préférence traçantes émises au prix unitaire de 8,55 euros.
- Alexandre Pelletier, 1.183 actions nouvelles de préférence traçantes émises au prix unitaire de 8,55 euros.
- Clara Audry, 1.183 actions nouvelles de préférence traçantes émises au prix unitaire de 8,55 euros.
- Louis Sutre, 337 actions nouvelles de préférence traçantes émises au prix unitaire de 8,55 euros.
- Marion Chanéac, 1.183 actions nouvelles de préférence traçantes émises au prix unitaire de 8,55 euros.

1.3.3 Avantages particuliers stipulés

Les Actions des Bénéficiaires seront des actions de préférence (APAC).

Les APAC sont des actions traçantes dont les droits et obligations sont déterminés en fonction des montants distribués au titre des parts C du FPCI CapHorn 2 détenues à la date des présentes par CapHorn Invest, soit 11 081 parts C (les « Parts FPCI »).

Les APAC, dès leur émission et pendant toute la durée de la Société, ne confèrent aucun droit de vote à leur titulaire.

Les APAC donnent un droit limité à percevoir des dividendes de la Société ou, en cas de liquidation de la Société, à l'attribution d'actifs de la Société, ces droits étant déterminés sur la base des Distributions FPCI.

Principe :

Dans le cadre d'une Distribution, chaque APAC permettra à son titulaire de percevoir, en une ou plusieurs fois, à titre prioritaire et précipitaire, un Revenu Prioritaire fonction des montants distribués au titre des Parts FPCI en quelque main que celles-ci se trouvent (les « Montants FPCI ») divisés par le nombre (« N ») d'APAC en circulation au moment de la Distribution.

En conséquence, si le Montant FPCI est :

- inférieur à 1.000.000 d'euros, aucun Revenu Prioritaire ne sera dû ;

- supérieur ou égal à 1.000.000 d'euros et inférieur à 2.000.000 d'euros, le montant en euros du Revenu Prioritaire sera calculé en application de la formule suivante :

$$(\text{Montant FPCI} - 1.000.000) * 25\% / N$$

- supérieur ou égal à 2.000.000 d'euros, le montant en euros du Revenu Prioritaire sera calculé en application de la formule suivante :

$$(250.000 + (\text{Montant FPCI} - 2.000.000) * 50\%) / N$$

1.4 Présentation de l'apport

1.4.1 Méthode d'évaluation retenue

Cette valorisation a été appréciée sur la base d'une approche multicritère conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activités de l'entreprise.

Ainsi, les biens apportés par :

- DUPDAG SARL sont évalués à la somme de 61.524 euros pour les 2.006 actions de la société CAPHORN INVEST
- Monsieur Alexandre Pelletier, sont évalués à la somme de 10.121 euros pour les 330 actions de la société CAPHORN INVEST
- Madame Clara Audry, sont évalués à la somme de 10.121 euros pour les 330 actions de la société CAPHORN INVEST
- Monsieur Louis Sutre, sont évalués à la somme de 2.883 euros pour les 94 actions de la société CAPHORN INVEST
- Madame Marion Chanéac, sont évalués à la somme de 10.121 euros pour les 330 actions de la société CAPHORN INVEST.

L'ensemble des biens apportés sont donc évalués à la somme de 94.770,30 euros pour les 3.090 actions de la société CAPHORN INVEST.

1.4.2 Description de l'apport

Les modalités de réalisation de l'apport sont exposées, de façon détaillée, dans le protocole d'accord signé.

Les titres de la société CAPHORN INVEST, dont l'apport est envisagé à titre d'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL ont été évalués à leur valeur réelle estimée à 5.000.467 euros, soit 30,67 € par actions.

Ainsi 3.090 actions de la société CAPHORN INVEST seront apportées par :

- DUPDAG SARL,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Louis Sutre,
- Marion Chanéac.

2 – DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1 Diligences mises en œuvre par le commissaire aux apports

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission.

Ma mission a pour objet d'éclairer les associés de ANAXAGO CAPITAL SAS sur la valeur des apports devant être effectués par :

- DUPDAG SARL,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Louis Sutre,
- Marion Chanéac.

Dans le cadre de ma mission, j'ai notamment procédé aux travaux suivants :

- Examen des statuts
- Entretien avec les dirigeants afin de comprendre les modalités de l'opération envisagée, ainsi que le contexte juridique et économique dans lequel elle se situe
- Documentation juridique et financière relative à l'existence et à la propriété des titres apportés
- Communication des comptes de la société CAPHORN INVEST au 31 décembre 2018, au 31 décembre 2019, et au 31 décembre 2020
- Examen des travaux de présentation et d'évaluation de la société CAPHORN INVEST
- Obtention de l'assurance de l'absence de faits ou événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports, notamment en obtenant une lettre d'affirmation de la part du Dirigeant de la société CAPHORN INVEST
- Appréciation de la pertinence du montant de l'évaluation retenue.

2.2 - Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport et de sa conformité à la réglementation comptable

L'apport de titres envisagé est effectué par une personne physique.

Les parties sont convenues de retenir la valeur réelle estimée des actions de CAPHORN INVEST en tant que valeur d'apport.

Le choix de cette méthode de valorisation est conforme aux dispositions du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées et n'appelle, en conséquence, pas de commentaire de ma part.

2.3 – Réalité de l'apport

Dans le cadre de mes travaux, je me suis assurée de la pleine propriété par

- DUPDAG SARL,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Louis Sutre,
- Marion Chanéac.

des actions de CAPHORN INVEST objet du présent apport.

2.4. Appréciation de la valeur de l'apport

2.4.1. Nature de l'apport et caractéristiques de l'appréciation

L'apport porte sur des actions représentant 1,89 % du capital de CAPHORN INVEST.

2.4.2. Détermination de la valeur de l'apport par les parties

Pour apprécier la valeur de l'apport, j'ai mis en oeuvre une évaluation multicritère conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activités de l'entreprise.

Pour cette évaluation des titres de CAPHORN INVEST, je me suis référé aux pratiques habituelles en matière d'évaluation les plus couramment admises étant :

- Les méthodes analogiques (qui valorisent la société par comparaison avec des éléments de référence de marchés extérieurs)
 - Prix d'une transaction récente,
 - Multiples de transactions/ Multiples de secteurs/ Multiples boursiers
 - Les barèmes de la profession d'expertises comptables
- Les méthodes intrinsèques (qui s'intéressent directement aux caractéristiques de la société):
 - Patrimoniales (Actif net réévalué)
 - Par les flux futurs
 - DCF (Discount Cash Flow_Flux de trésoreries disponibles actualisées)
 - Approche par les dividendes
 - Cours de bourse

2.4.4 Méthodes d'évaluations écartées

- *Dividendes actualisés*

La méthode des dividendes actualisés consiste à valoriser le rendement dégagé par une société au profit de ses actionnaires en considérant les prévisions de dividendes distribués.

Cette méthode ne peut être mise en œuvre en l'espèce en ce que la société CAPHORN INVEST ne dispose pas d'un plan prévisionnel de distribution de dividendes.

- *La méthode du cours de bourse et Multiples boursiers*

Cette méthode n'est pas retenue du fait que la société CAPHORN INVEST n'est pas une société cotée.

- *Méthode de la situation nette comptable*

Cette méthode consiste à considérer que la valeur d'une société est égale à la valeur de ses capitaux propres.

Cette méthode n'est pas adaptée à l'évaluation d'une société en activité comme CAPHORN INVEST, en ce qu'elle ne permet pas d'appréhender les bénéfices futurs susceptibles d'être dégagés. Elle sera donc écartée.

- *Méthode de la situation nette comptable réévaluée*

Cette méthode consiste à considérer que la valeur d'une société équivaut à celle de ses capitaux propres comptables, réévalués des plus-values latentes qu'elle recèle.

Cette méthode est particulièrement adaptée à l'évaluation de sociétés dont les actifs sont individualisés et aisément valorisables, telles que les sociétés CAPITALs et patrimoniales ou les sociétés à vocation immobilière. Elle ne s'applique pas à la société CAPHORN INVEST.

- *Méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (DCF)*

La méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés consiste à considérer que la valeur d'un bien est égale à la somme des flux de trésorerie disponibles qu'il est susceptible de dégager.

Cette méthode est généralement considérée comme la méthode préférentielle en matière d'évaluation d'entreprise.

Par contre, sa mise en œuvre est parfois complexe, elle demande un grand investissement et suppose un business plan solide.

Nous ne retiendrons donc pas cette méthode pour ces raisons et pour cause d'un business plan à long terme difficile d'appréciation.

2.4.5 Méthodes d'évaluations retenues pour la société CAPHORN INVEST

2.4.5.1 Evaluation par la Valeur de rendement

La méthode de la valeur de rendement permet d'appréhender la valeur d'une société au travers de sa rentabilité.

Le calcul d'une valeur d'entreprise par capitalisation correspond à une simplification du Discount Cash Flow (DCF) à flux constants et permet d'éliminer toute incertitude liée à des prévisions de croissance.

Comme la méthode DCF, elle produit une valeur d'entreprise.

Cette méthode est adaptée au vu des résultats constants affichés par CAPHORN INVEST, société ayant atteint son régime de croisière, et avec des prévisions de croissance difficile à appréhender.

La méthode de la valeur de rendement permet d'appréhender la valeur d'une société au travers de sa rentabilité.

Cette approche par capitalisation consiste à :

- supposer que l'entreprise étudiée (CAPHORN INVEST) peut raisonnablement poursuivre son activité actuelle dans des conditions similaires dans un horizon de temps assez lointain
- calculer un flux de référence
- déterminer un taux de capitalisation pertinent

Dans son expression la plus simple :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{\text{profit net après IS jugé récurrent}}{\text{Taux de capitalisation}}$$

- Détermination d'un profit net

Il s'agit de déterminer un profit net récurrent lié à l'activité.

- *Détermination d'un taux de capitalisation*

Il s'agit de l'un des aspects les plus délicats de la mise en œuvre de la méthode par la valeur de rendement.

Le taux de capitalisation correspond au coût moyen pondéré des capitaux nécessaires à l'exploitation de la société. Il correspond donc à la rémunération moyenne attendue par les actionnaires (coût des fonds propres) et les prêteurs (coût de la dette), pondérée par leur contribution respective au financement de la société.

Limites de la méthode de la valeur de rendement

L'application de la méthode de la valeur de rendement se heurte aux difficultés suivantes :

- Le profit net est jugé récurrent à un horizon long terme ce qui par principe est souvent contradictoire avec les aléas de la conjoncture ou des projets de développement de la société.
- La détermination du taux de capitalisation est délicate.

APPLICATION

Détermination d'un profit net récurrent

J'ai considéré que le résultat net moyen des 4 dernières années de CAPHORN INVEST était le paramètre adéquat pour être le profit net récurrent.

Le profit net jugé récurrent pour CAPHORN INVEST est de 404 K€.

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684

Détermination du taux de capitalisation

Je rappelle que la détermination du taux de capitalisation est l'un des aspects les plus délicats de la mise en œuvre de la méthode de la valeur de rendement. Il est ainsi rappelé qu'aucun expert financier ne peut prétendre à l'exactitude en matière de détermination du taux de capitalisation.

Je présente ci-après l'estimation du taux de capitalisation que j'ai retenue.

Le coût des fonds propres précité s'articule autour :

- d'un taux sans risque correspondant à la rémunération attendue pour un actif non risqué ;
- d'une prime de risque sur le marché actions liée au rendement supplémentaire moyen (par rapport à un actif non risqué) attendu par les actionnaires ;
- D'un risque spécifique de l'entreprise à évaluer-prime de taille et risque de non négociabilité

Le coût des fonds propres est ainsi égal à :

taux sans risque + prime de risque + prime de risque spécifique

Détermination du taux sans risque :

Le taux sans risque est généralement déterminé sur la base des taux d'intérêt servis sur les emprunts d'Etat à long terme.

Les activités principales de CAPHORN INVEST étant localisées en France, j'ai retenu le taux sans risque relatif à ce pays.

Les emprunts d'Etat français à long terme (OAT 10 ans) produisent en moyenne sur 3 ans un taux de rendement moyen de 0,05% (source : Agence France Trésor/Données Banque de France).

Détermination d'une prime de risque

La prime de risque constatée sur un marché actions permet d'appréhender de manière générale le taux de risque auquel sont soumis les investisseurs en actions sur ce marché.

Il apparaît que le niveau de prime de risque retenu en matière d'évaluation d'entreprise est particulièrement volatile depuis la fin de l'année 2008.

Afin d'appréhender le niveau actuel de cette prime de risque, je retiens la prime de risque au 29/10/2021, soit 7,54% (source : Fairness Finance: écart entre le TRI implicite constaté pour les sociétés composant le SBF120 et le taux sans risque).

Détermination d'une prime de risque spécifique

L'idée est d'évaluer pour des critères qui semblent les plus caractéristiques au vu du contexte, le niveau de risque y afférent et ensuite de pondérer ces différents critères présentés dans la liste ci-dessous mais uniquement les plus importants, au regard du diagnostic qui ont pu être menés, et faire ressortir les points forts et faibles de l'entreprise évaluer.

On retient, en règle générale 5 niveaux de risque auxquels est affecté un pourcentage, qui pourrait, à titre d'exemple être le suivant par niveau de risque :

- Quasi nul 5%
- Moyen 25%
- Elevé 50%
- Très Elevé 75%
- Absolu 100%

Les critères appréciés sont les suivants :

- Dirigeant/ Hommes clefs
- Effet marché
- Liquidité
- Position concurrentielle

Nous avons affecté chacun de ces risques d'une pondération dans le risque global, sachant que la somme de ces risques est alors égale à 100%.

Pour chacun de ces risques, nous nous sommes positionnés sur son niveau qui varie de « quasi » nul à « absolu », selon la terminologie adoptée par la CCEF (assimilable à des niveaux de 1 à 5) :

- Dirigeants/ Gérants/ Hommes clefs

Le risque « chef d'entreprise » est jugé moyen (25%) du fait que CAPHORN INVEST est dirigé par 2 dirigeants qui orientent l'activité de la société de gestion de

portefeuille et dispose d'une équipe avec une forte expérience dans leur domaine d'expertise.

- Effet marché :

Par définition, l'activité d'une société de gestion de portefeuille et la performance de ses produits est fortement lié à la situation des marchés financiers.

Nous considérons ce risque comme moyen (25%).

- Typologie de clientèle

Le passif des fonds gérés par CAPHORN INVEST est diversifié.

Nous considérons ce risque comme quasi nul (5%).

- Liquidité du passif

Les fonds gérés par CAPHORN INVEST sont des fonds fermés.

Nous considérons ce risque comme quasi nul (5%).

- Position concurrentielle

CAPHORN INVEST nous semble bien positionné en termes de prix et de performance.

Nous considérons donc ce risque moyen (25%).

Nous avons alors déterminé un risque pondéré pour les 5 facteurs identifiés qui est appliqué à la prime de risque spécifique maximum de 20% pour déterminer celle qui s'applique à l'entreprise considérée.

Facteur	Niveau de risque	Pondération	Risque pondéré	Prime de risque correspondante
	[A]	[B]	$[C]=[A]*[B]$	$[D]=[C]*20\%$
Chef d'entreprise	25%	25%	0,0625	1,25%
Effet Marché	25%	25%	0,0625	1,25%
Diversification typologie de clientèle	5%	10%	0,005	0,10%
Liquidité	5%	25%	0,0125	0,25%
Position concurrentielle	25%	15%	0,0375	0,75%
Total		100,00%		3,60%

Taux de capitalisation des fonds propres

Compte tenu des éléments décrits ci-avant, le taux de capitalisation de CAPHORN INVEST s'établit à 11,19 %.

Taux d'actualisation	
Taux sans risque	0,05%
Prime de risque	7,54%
Prime de risque spécifique	3,60%
Taux d'actualisation	11,19%

Détermination de la valeur d'entreprise

La valeur est déterminée ci-après :

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684
				Taux de capitalisation	11%
				Valeur d'entreprise CAPHORN INVEST	3 607 542

Selon la méthode de la valeur de rendement, la valeur d'entreprise de CAPHORN INVEST calculée par mes soins s'établit donc à 3.608 K€.

Valeur de la trésorerie nette

La valeur comptable de la dette nette de la société CAPHORN INVEST au 31 décembre 2020 correspond à la somme des postes comptables suivants (dont la valeur comptable correspond à la juste valeur) :

- « Disponibilités » : 1.586.130 €

La trésorerie nette de CAPHORN INVEST retenue s'établit donc à 1.585.130 €.

Valeur des autres actifs

Il s'agit d'appréhender la valeur des autres éléments détenus par la société CAPHORN INVEST, non considérés dans le profit jugé récurrent.

J'ai considéré qu'aucune autre valeur d'actif n'était à prendre en compte.

Compte tenu :

- D'une valeur d'entreprise de 3.608 K€ (paragraphe ci-avant)
- D'une valeur de la trésorerie nette de 1.586 K€.

La valeur des capitaux propres de la société CAPHORN INVEST déterminée selon la méthode de la valeur de rendement s'établit à 5.194 K€ (3.608 K€ + 1.586 K€).

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684
				Taux de capitalisation	11%
				Valeur d'entreprise CAPHORN INVEST	3 607 542
				Trésorerie Nette	1 586 130
				Valeur des titres CAPHORN INVEST	5 193 672,45

2.4.5.2 Evaluation par les multiples de sociétés comparables / transactions comparables

La méthode des multiples de sociétés comparables consiste à valoriser une société en appliquant les multiples observés sur des sociétés cotées comparables aux agrégats propres de la société à évaluer.

Les multiples utilisés sont généralement issus des agrégats financiers prévisionnels estimés par le marché, disponibles dans des bases de données financières.

Les agrégats financiers les plus couramment utilisés lors de la mise en œuvre de la méthode de multiples de sociétés comparables pour valoriser des sociétés de gestion sont :

- Le multiple de résultat net

J'ai déterminé l'échantillon de sociétés comparables suivant, composé de sociétés européennes de gestion d'actifs orientées vers des clientèles de qualité élevée :

- Franklin Resources Inc.
- Schroders plc
- Rathbone Brothers Plc
- Washington Mutual, Inc.
- SEI Investments Company
- GAM Holding AG
- Invesco Ltd.
- Amundi SA
- Janus Henderson Group Plc
- Federated Investors Inc.
- Ashmore Group plc
- Jupiter Fund Management plc
- Intertrust NV
- Anima Holding SpA
- Vontobel Holding AG

Je précise que cet échantillon a, à plusieurs reprises, été retenu par différents évaluateurs dans le cadre de valorisations de sociétés de gestion d'actifs similaires à CAPHORN INVEST

Le tableau suivant présente les multiples relatifs aux sociétés de l'échantillon de comparaison :

Company	ECode	Market Cap		E.V		Price/Earnings					EV/Net Sales					EV/EBITDA					EV/EBIT					P/Book			
		Current (in millions EUR)		Current (in millions EUR)	Last	LTm	NTM	2011e	2012e	Last	LTm	NTM	2011e	2012e	Last	LTm	NTM	2011e	2012e	Last	LTm	NTM	2011e	2012e	Last	LTm	NTM	2011e	2012e
Peer Median			3.261		6.415	18.07	12.72	11.20	11.64	11.22	3.36	3.04	3.72	3.88	3.69	8.67	8.65	7.87	8.05	7.84	14.26	9.59	8.47	8.35	8.58	1.65	1.52	1.46	
Franklin Resources Inc.	31214NU	13.145			15.206	19.54	18.78	14.64	9.14	8.66	3.18	2.33	2.73	2.83	2.74	11.84	9.42	6.86	7.23	6.86	17.68	9.59	7.31	7.55	7.31	1.51	1.36	1.16	
Schroders plc	30148EX	11.086			7.823	19.61	16.76	14.42	15.09	14.27	2.57	2.34	2.57	2.68	2.55	8.54	7.87	7.09	7.57	6.99	11.38	10.02	7.91	8.51	7.78	2.33	2.26	2.09	
Rathbone Brothers Plc	21596EX	1.373			N/A	43.41	25.60	12.01	12.69	11.86	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.25	2.13	2.00	
Washington Mutual, Inc.	34008NU	3.261			18.413	12.58	2.74	7.47	5.52	8.16	9.10	6.81	8.80	7.30	9.25	21.26	12.68	42.17	24.67	50.89	56.33	12.32	36.32	27.45	39.39	1.52	1.05	0.92	
SEI Investments Company	33213NU	7.632			6.995	19.88	17.77	15.96	16.83	15.76	4.82	4.51	4.05	4.25	4.05	15.29	13.63	11.87	12.25	11.78	14.26	12.73	14.34	14.86	14.22	5.11	4.73	4.53	
GAM Holding AG	30801ES	242			N/A	N/A	N/A	N/A	157.80	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.76	N/A	N/A	N/A	N/A	0.02	0.02	N/A	N/A	N/A	0.35	0.35	0.34	
Invesco Ltd.	42740NU	10.019			19.777	14.08	8.95	8.20	8.22	8.19	5.13	3.49	4.20	4.37	4.17	13.66	9.78	9.14	9.63	9.03	20.27	11.92	9.80	10.34	9.68	0.79	0.74	0.69	
Amundi SA	31552EF	15.554			29.332	17.10	12.54	12.49	12.60	12.47	6.36	5.63	9.02	9.39	8.93	22.82	18.78	17.96	18.14	17.92	25.34	20.60	18.17	18.38	18.12	1.60	1.52	1.46	
Janus Henderson Group Plc	30526EX	6.676			5.834	48.56	13.39	11.20	11.15	11.22	2.92	2.58	2.42	2.44	2.41	8.67	7.10	7.11	7.01	7.13	28.42	8.15	7.41	7.28	7.44	1.65	1.63	1.52	
Federated Investors Inc.	34969NU	3.017			3.021	11.21	11.76	11.20	12.12	11.00	2.43	2.55	2.45	2.67	2.41	7.55	7.58	7.95	8.05	7.92	8.12	8.29	7.94	8.03	7.92	3.09	2.77	2.74	
Ashmore Group plc	33044EX	2.535			1.991	8.90	8.90	13.19	13.47	12.58	5.70	5.70	5.55	5.60	5.46	6.03	6.03	7.78	8.05	7.24	5.92	5.92	7.91	8.18	7.36	2.34	2.20	2.07	
Jupiter Fund Management plc	33876EX	1.601			1.269	12.81	10.92	9.13	8.23	9.38	2.10	2.03	2.15	2.01	2.19	4.91	6.17	5.21	4.80	5.32	7.96	7.00	5.34	4.88	5.47	1.52	1.48	1.40	
Intertrust NV	30345EN	1.264			2.021	60.77	31.69	8.75	9.39	8.61	3.56	3.60	3.38	3.50	3.36	10.60	11.21	8.36	8.79	8.26	56.46	35.33	9.72	10.86	9.48	1.66	1.52	1.40	
Anima Holding SpA	30487EI	1.652			2.249	10.64	7.77	8.77	7.86	9.02	2.26	2.05	5.79	5.36	5.90	7.62	6.63	7.53	6.73	7.75	9.32	7.81	8.99	8.07	9.24	1.26	1.16	1.11	
Vontobel Holding AG	30056ES	4.462			N/A	19.03	15.77	13.24	13.64	13.15	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.63	2.25	2.06	

Application d'une décote d'illiquidité :

Les primes de risques résultent de l'observation de valorisations de sociétés cotées. Leur application aux agrégats financiers d'une société non cotée telle que CAPHORN INVEST doit donc conduire à considérer une décote afin de tenir compte de l'illiquidité de ses titres.

Cette décote est généralement comprise entre 10% et 30%.

Je retiendrai une décote haute de 30%.

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat Net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684
			Multiple		12,72
			Valeur d'entreprise CAPHORN		5 134 860
			Décote de taille (30%)		3 594 402
			Trésorerie Nette		1 586 130,00
			Valeur des titres MELVAN		5 180 532,34

La valeur des capitaux propres de la société CAPHORN INVEST déterminée selon la méthode du multiple de Résultat net s'établit à 5.180 K€.

2.4.5.3 Synthèse des valorisations

Montant en €	Méthode Valeur de rendement	Méthode Multiple Résultat Net
Valeur d'entreprise CAPHORN INVEST	3 607 542	3 594 402
Valeur des Titres CAPHORN INVEST	5 193 672	5 180 532
Valeur unitaire	33	33
Valeur des 3.090 titres détenus	102 273	102 533

Les valorisations ressortant des approches intrinsèques et analogiques confortent la valeur d'apport pour autant que le niveau actuel de l'activité se maintienne sur les prochaines années.

3 – CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la valeur de l'apport retenue s'élevant à 94.770,30 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant du capital de la société bénéficiaire de l'apport en nature.

Les avantages particuliers stipulés n'appellent pas d'observation de notre part.

Paris, le 08/11/2021

Le Commissaire aux Apports



Kévin BROSSOLETTE

ANAXAGO CAPITAL SAS

Société par Actions Simplifiée

18, rue Sainte-Foy

75 002 Paris

RAPPORT

DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

ANAXAGO CAPITAL SAS

Société par Actions Simplifiée

18 rue Sainte-Foy

75 002 Paris

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

Aux associés,

en exécution de la mission de commissaire aux apports qui m'a été confiée par l'unanimité des associés en date du 08/11/2021, concernant l'apport en nature de titres CAPHORN INVEST devant être effectué par :

- la Holding Magellan (Hugues Joubert),
- Hugues Joubert,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Marion Chanéac,
- et Wild Horses (O.Heckmann).

dans le cadre de l'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL SAS, j'ai établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu à l'article L 225-147 du code de commerce.

Les titres apportés ont été arrêtés dans le traité d'apport signé le 08/11/2021.

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

A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Cette doctrine 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 nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports.

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

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

- 1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTIONS DES APPORTS**
- 2. DILIGENCES ACCOMPLIES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS**
- 3. CONCLUSION**

1 – PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTIONS DES APPORTS

1.1 Contexte de l'opération

Le présent apport de titres envisagé par

- la Holding Magellan, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 183, rue de Menin, 59520 Marquette-Lez-Lille, et dont le numéro unique d'identification est le 487 941 239 RCS Lille, représentée par Monsieur Hugues Joubert,
- Hugues Joubert, né le 16 février 1972 à Parthenay (79), de nationalité française, demeurant 3, allée du Parc, 59493 Villeneuve d'Ascq,
- Alexandre Pelletier, né le 26 novembre 1975 à Evry (91), de nationalité française, demeurant 1, impasse Barbu, 92700 Colombes,
- Clara Audry, née le 2 septembre 1984 à Bordeaux (33), de nationalité française, demeurant 10, rue des Volontaires, 75015 Paris,
- Marion Chanéac, née le 19 avril 1985 à Clamart (92), de nationalité française, demeurant 1, rue Lallier, 75009 Paris,

- et Wild Horses, société à responsabilité limitée, dont le siège social est situé 21 bis, rue de Paradis, 75010 Paris, et dont le numéro unique d'identification est le 792 639 197 RCS Paris, représentée par Monsieur Olivier Heckmann,

lors de l'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL SAS s'inscrit dans le cadre d'un rapprochement entre la société CAPHORN INVEST et ANAXAGO CAPITAL.

1.2 Présentation des sociétés et/ou des parties et intérêts en présence (liens entre les sociétés)

1.2.1 Personnes physiques apporteurs

La société ANAXAGO CAPITAL va procéder à une augmentation de capital par l'apport de titres de la société CAPHORN INVEST actuellement détenus par

- Hugues Joubert
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Marion Chanéac.

1.2.2 Personnes Morales apporteurs

La société ANAXAGO CAPITAL va procéder à une augmentation de capital par l'apport de titres de la société CAPHORN INVEST actuellement détenus par

- la Holding Magellan (Hugues Joubert),
- et Wild Horses (O.Heckmann).

1.2.3 Société bénéficiaire ANAXAGO CAPITAL

La société ANAXAGO CAPITAL est une société par actions simplifiée française, dont le siège social est 18 rue Sainte-Foy à Paris (75 002), immatriculée au Registre du commerce et de sociétés de Paris sous le numéro 840 861 397, et qui a pour objet :

- la gestion de portefeuille dans les limites de l'agrément délivré par l'Autorité des Marchés Financiers et sur la base du programme d'activité approuvé par l'Autorité des Marchés Financiers : le conseil en investissements financiers y compris les services connexes tels qu'admis par l'AMF dans son agrément ; la collecte d'ordres de souscription et de rachat sur les parts d'organismes de placement collectif dont ceux gérés par la société

1.2.3.1 Société CAPHORN INVEST dont les titres sont apportés

La société CAPHORN INVEST est une société par actions simplifiée française, dont le siège social est 7 rue Drouot à Paris (75009), immatriculée au Registre du commerce et de sociétés de Paris sous le numéro 521 914 382, et qui a pour objet la gestion de portefeuille dans les limites de l'agrément délivré par l'Autorité des Marchés Financiers et sur la base du programme d'activité approuvé par l'Autorité des Marchés Financiers.

CAPHORN INVEST est donc une société de gestion de portefeuille spécialisée dans la gestion de fonds de *private equity*.

Son capital est composé de 150.000 actions ordinaires et 13.041 attributions gratuites d'actions (AGA).

1.3 Description de l'opération

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

L'apport sera réalisé avec effet à la date de l'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL.

Il est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature purs et simples tel que fixé par les dispositions de l'article L. 225-147 du code de commerce.

En matière d'impôt sur les sociétés, les apporteurs Personnes Morales et le bénéficiaire entendent placer l'apport sous le régime fiscal de faveur, édicté par les articles 210 A et 210 B du Code général des impôts visant les apports partiels d'actifs qui portent sur une branche complète d'activité ou des éléments assimilés.

1.3.2 Rémunération de l'apport

En rémunération des apports, il sera attribué à :

- la Holding Magellan (Hugues Joubert), 24.015 actions nouvelles émises au prix unitaire de 30,56 euros.
- Hugues Joubert, 1 action nouvelles émises au prix unitaire de 30,56 euros.
- Alexandre Pelletier, 3.759 actions nouvelles émises au prix unitaire de 30,56 euros.
- Clara Audry, 3.759 actions nouvelles émises au prix unitaire de 30,56 euros.
- Marion Chanéac, 3.759 actions nouvelles émises au prix unitaire de 30,56 euros.
- et Wild Horses (O.Heckmann), 4.908 actions nouvelles émises au prix unitaire de 30,56 euros.

1.3.3 Avantages particuliers stipulés

Il n'y a pas d'avantage particulier octroyé dans le cadre de l'apport.

1.4 Présentation de l'apport

1.4.1 Méthode d'évaluation retenue

Cette valorisation a été appréciée sur la base d'une approche multicritère conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activités de l'entreprise.

Ainsi, les biens apportés par :

- la Holding Magellan (Hugues Joubert), sont évalués à la somme de 733.902 euros pour les 23.929 actions de la société CAPHORN INVEST
- Monsieur Hugues Joubert, est évalué à la somme de 30,67 euros pour 1 action de la société CAPHORN INVEST
- Monsieur Alexandre Pelletier, sont évalués à la somme de 114.890 euros pour les 3.746 actions de la société CAPHORN INVEST
- Madame Clara Audry, sont évalués à la somme de 114.890 euros pour les 3.746 actions de la société CAPHORN INVEST
- Madame Marion Chanéac, sont évalués à la somme de 114.890 euros pour les 3.746 actions de la société CAPHORN INVEST
- et Wild Horses (O.Heckmann), sont évalués à la somme de 150.007 euros pour les 4.891 actions de la société CAPHORN INVEST.

L'ensemble des biens apportés sont donc évalués à la somme de 1.228.609,53 euros pour les 40.059 actions de la société CAPHORN INVEST.

1.4.2 Description de l'apport

Les modalités de réalisation de l'apport sont exposées, de façon détaillée, dans le protocole d'accord et le traité d'apport signé.

Les titres de la société CAPHORN INVEST, dont l'apport est envisagé à titre d'augmentation de capital de la société ANAXAGO CAPITAL ont été évalués à leur valeur réelle estimée à 5.000.467 euros, soit 30,67 € par actions.

Ainsi 40.059 actions de la société CAPHORN INVEST seront apportées par :

- la Holding Magellan (Hugues Joubert),
- Hugues Joubert,
- Alexandre Pelletier,

- Clara Audry,
- Marion Chanéac,
- et Wild Horses (O.Heckmann).

2 – DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1 Diligences mises en œuvre par le commissaire aux apports

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission.

Ma mission a pour objet d'éclairer les associés de ANAXAGO CAPITAL SAS sur la valeur des apports devant être effectués par :

- la Holding Magellan (Hugues Joubert),
- Hugues Joubert,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Marion Chanéac,
- et Wild Horses (O.Heckmann).

Dans le cadre de ma mission, j'ai notamment procédé aux travaux suivants :

- Examen des statuts
- Entretien avec les dirigeants afin de comprendre les modalités de l'opération envisagée, ainsi que le contexte juridique et économique dans lequel elle se situe
- Documentation juridique et financière relative à l'existence et à la propriété des titres apportés
- Communication des comptes de la société CAPHORN INVEST au 31 décembre 2018, au 31 décembre 2019, et au 31 décembre 2020
- Examen des travaux de présentation et d'évaluation de la société CAPHORN INVEST

- Obtention de l'assurance de l'absence de faits ou événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports, notamment en obtenant une lettre d'affirmation de la part du Dirigeant de la société CAPHORN INVEST
- Appréciation de la pertinence du montant de l'évaluation retenue.

2.2 - Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport et de sa conformité à la réglementation comptable

L'apport de titres envisagé est effectué par une personne physique.

Les parties sont convenues de retenir la valeur réelle estimée des actions de CAPHORN INVEST en tant que valeur d'apport.

Le choix de cette méthode de valorisation est conforme aux dispositions du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées et n'appelle, en conséquence, pas de commentaire de ma part.

2.3 – Réalité de l'apport

Dans le cadre de mes travaux, je me suis assurée de la pleine propriété par :

- la Holding Magellan (Hugues Joubert),
- Hugues Joubert,
- Alexandre Pelletier,
- Clara Audry,
- Marion Chanéac,
- et Wild Horses (O.Heckmann),

des actions de CAPHORN INVEST objet du présent apport.

2.4. Appréciation de la valeur de l'apport

2.4.1. Nature de l'apport et caractéristiques de l'appréciation

L'apport porte sur des actions représentant 24,56 % du capital de CAPHORN INVEST.

2.4.2. Détermination de la valeur de l'apport par les parties

Pour apprécier la valeur de l'apport, j'ai mis en oeuvre une évaluation multicritère conformément aux méthodes objectives retenues en matière d'évaluation d'actions en tenant compte, de la situation nette comptable, de la rentabilité et des perspectives d'activités de l'entreprise.

Pour cette évaluation des titres de CAPHORN INVEST, je me suis référé aux pratiques habituelles en matière d'évaluation les plus couramment admises étant :

- Les méthodes analogiques (qui valorisent la société par comparaison avec des éléments de référence de marchés extérieurs)
 - Prix d'une transaction récente,
 - Multiples de transactions/ Multiples de secteurs/ Multiples boursiers
 - Les barèmes de la profession d'expertises comptables
- Les méthodes intrinsèques (qui s'intéressent directement aux caractéristiques de la société):
 - Patrimoniales (Actif net réévalué)
 - Par les flux futurs
 - DCF (Discount Cash Flow_Flux de trésoreries disponibles actualisées)
 - Approche par les dividendes
 - Cours de bourse

2.4.4 Méthodes d'évaluations écartées

- *Dividendes actualisés*

La méthode des dividendes actualisés consiste à valoriser le rendement dégagé par une société au profit de ses actionnaires en considérant les prévisions de dividendes distribués.

Cette méthode ne peut être mise en œuvre en l'espèce en ce que la société CAPHORN INVEST ne dispose pas d'un plan prévisionnel de distribution de dividendes.

- *La méthode du cours de bourse et Multiples boursiers*

Cette méthode n'est pas retenue du fait que la société CAPHORN INVEST n'est pas une société cotée.

- *Méthode de la situation nette comptable*

Cette méthode consiste à considérer que la valeur d'une société est égale à la valeur de ses capitaux propres.

Cette méthode n'est pas adaptée à l'évaluation d'une société en activité comme CAPHORN INVEST, en ce qu'elle ne permet pas d'appréhender les bénéfices futurs susceptibles d'être dégagés. Elle sera donc écartée.

- *Méthode de la situation nette comptable réévaluée*

Cette méthode consiste à considérer que la valeur d'une société équivaut à celle de ses capitaux propres comptables, réévalués des plus-values latentes qu'elle recèle.

Cette méthode est particulièrement adaptée à l'évaluation de sociétés dont les actifs sont individualisés et aisément valorisables, telles que les sociétés holdings et patrimoniales ou les sociétés à vocation immobilière. Elle ne s'applique pas à la société CAPHORN INVEST.

- *Méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (DCF)*

La méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés consiste à considérer que la valeur d'un bien est égale à la somme des flux de trésorerie disponibles qu'il est susceptible de dégager.

Cette méthode est généralement considérée comme la méthode préférentielle en matière d'évaluation d'entreprise.

Par contre, sa mise en œuvre est parfois complexe, elle demande un grand investissement et suppose un business plan solide.

Nous ne retiendrons donc pas cette méthode pour ces raisons et pour cause d'un business plan à long terme difficile d'appréciation.

2.4.5 Méthodes d'évaluations retenues pour la société CAPHORN INVEST

2.4.5.1 Evaluation par la Valeur de rendement

La méthode de la valeur de rendement permet d'appréhender la valeur d'une société au travers de sa rentabilité.

Le calcul d'une valeur d'entreprise par capitalisation correspond à une simplification du Discount Cash Flow (DCF) à flux constants et permet d'éliminer toute incertitude liée à des prévisions de croissance.

Comme la méthode DCF, elle produit une valeur d'entreprise.

Cette méthode est adaptée au vu des résultats constants affichés par CAPHORN INVEST, société ayant atteint son régime de croisière, et avec des prévisions de croissance difficile à appréhender.

La méthode de la valeur de rendement permet d'appréhender la valeur d'une société au travers de sa rentabilité.

Cette approche par capitalisation consiste à :

- supposer que l'entreprise étudiée (CAPHORN INVEST) peut raisonnablement poursuivre son activité actuelle dans des conditions similaires dans un horizon de temps assez lointain
- calculer un flux de référence
- déterminer un taux de capitalisation pertinent

Dans son expression la plus simple :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{\text{profit net après IS jugé récurrent}}{\text{Taux de capitalisation}}$$

- Détermination d'un profit net

Il s'agit de déterminer un profit net récurrent lié à l'activité.

- *Détermination d'un taux de capitalisation*

Il s'agit de l'un des aspects les plus délicats de la mise en œuvre de la méthode par la valeur de rendement.

Le taux de capitalisation correspond au coût moyen pondéré des capitaux nécessaires à l'exploitation de la société. Il correspond donc à la rémunération moyenne attendue par les actionnaires (coût des fonds propres) et les prêteurs (coût de la dette), pondérée par leur contribution respective au financement de la société.

Limites de la méthode de la valeur de rendement

L'application de la méthode de la valeur de rendement se heurte aux difficultés suivantes :

- Le profit net est jugé récurrent à un horizon long terme ce qui par principe est souvent contradictoire avec les aléas de la conjoncture ou des projets de développement de la société.
- La détermination du taux de capitalisation est délicate.

APPLICATION

Détermination d'un profit net récurrent

J'ai considéré que le résultat net moyen des 4 dernières années de CAPHORN INVEST était le paramètre adéquat pour être le profit net récurrent.

Le profit net jugé récurrent pour CAPHORN INVEST est de 404 K€.

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684

Détermination du taux de capitalisation

Je rappelle que la détermination du taux de capitalisation est l'un des aspects les plus délicats de la mise en œuvre de la méthode de la valeur de rendement. Il est ainsi rappelé qu'aucun expert financier ne peut prétendre à l'exactitude en matière de détermination du taux de capitalisation.

Je présente ci-après l'estimation du taux de capitalisation que j'ai retenue.

Le coût des fonds propres précité s'articule autour :

- d'un taux sans risque correspondant à la rémunération attendue pour un actif non risqué ;
- d'une prime de risque sur le marché actions liée au rendement supplémentaire moyen (par rapport à un actif non risqué) attendu par les actionnaires ;
- D'un risque spécifique de l'entreprise à évaluer-prime de taille et risque de non négociabilité

Le coût des fonds propres est ainsi égal à :

taux sans risque + prime de risque + prime de risque spécifique

Détermination du taux sans risque :

Le taux sans risque est généralement déterminé sur la base des taux d'intérêt servis sur les emprunts d'Etat à long terme.

Les activités principales de CAPHORN INVEST étant localisées en France, j'ai retenu le taux sans risque relatif à ce pays.

Les emprunts d'Etat français à long terme (OAT 10 ans) produisent en moyenne sur 3 ans un taux de rendement moyen de 0,05% (source : Agence France Trésor/Données Banque de France).

Détermination d'une prime de risque

La prime de risque constatée sur un marché actions permet d'appréhender de manière générale le taux de risque auquel sont soumis les investisseurs en actions sur ce marché.

Il apparaît que le niveau de prime de risque retenu en matière d'évaluation d'entreprise est particulièrement volatile depuis la fin de l'année 2008.

Afin d'appréhender le niveau actuel de cette prime de risque, je retiens la prime de risque au 29/10/2021, soit 7,54% (source : Fairness Finance: écart entre le TRI implicite constaté pour les sociétés composant le SBF120 et le taux sans risque).

Détermination d'une prime de risque spécifique

L'idée est d'évaluer pour des critères qui semblent les plus caractéristiques au vu du contexte, le niveau de risque y afférent et ensuite de pondérer ces différents critères présentés dans la liste ci-dessous mais uniquement les plus importants, au regard du diagnostic qui ont pu être menés, et faire ressortir les points forts et faibles de l'entreprise évaluer.

On retient, en règle générale 5 niveaux de risque auxquels est affecté un pourcentage, qui pourrait, à titre d'exemple être le suivant par niveau de risque :

- Quasi nul 5%
- Moyen 25%
- Elevé 50%
- Très Elevé 75%
- Absolu 100%

Les critères appréciés sont les suivants :

- Dirigeant/ Hommes clefs
- Effet marché
- Liquidité
- Position concurrentielle

Nous avons affecté chacun de ces risques d'une pondération dans le risque global, sachant que la somme de ces risques est alors égale à 100%.

Pour chacun de ces risques, nous nous sommes positionnés sur son niveau qui varie de « quasi » nul à « absolu », selon la terminologie adoptée par la CCEF (assimilable à des niveaux de 1 à 5) :

- Dirigeants/ Gérants/ Hommes clefs

Le risque « chef d'entreprise » est jugé moyen (25%) du fait que CAPHORN INVEST est dirigé par 2 dirigeants qui orientent l'activité de la société de gestion de

portefeuille et dispose d'une équipe avec une forte expérience dans leur domaine d'expertise.

- Effet marché :

Par définition, l'activité d'une société de gestion de portefeuille et la performance de ses produits est fortement lié à la situation des marchés financiers.

Nous considérons ce risque comme moyen (25%).

- Typologie de clientèle

Le passif des fonds gérés par CAPHORN INVEST est diversifié.

Nous considérons ce risque comme quasi nul (5%).

- Liquidité du passif

Les fonds gérés par CAPHORN INVEST sont des fonds fermés.

Nous considérons ce risque comme quasi nul (5%).

- Position concurrentielle

CAPHORN INVEST nous semble bien positionné en termes de prix et de performance.

Nous considérons donc ce risque moyen (25%).

Nous avons alors déterminé un risque pondéré pour les 5 facteurs identifiés qui est appliqué à la prime de risque spécifique maximum de 20% pour déterminer celle qui s'applique à l'entreprise considérée.

Facteur	Niveau de risque	Pondération	Risque pondéré	Prime de risque correspondante
	[A]	[B]	$[C]=[A]*[B]$	$[D]=[C]*20\%$
Chef d'entreprise	25%	25%	0,0625	1,25%
Effet Marché	25%	25%	0,0625	1,25%
Diversification typologie de clientèle	5%	10%	0,005	0,10%
Liquidité	5%	25%	0,0125	0,25%
Position concurrentielle	25%	15%	0,0375	0,75%
Total		100,00%		3,60%

Taux de capitalisation des fonds propres

Compte tenu des éléments décrits ci-avant, le taux de capitalisation de CAPHORN INVEST s'établit à 11,19 %.

Taux d'actualisation	
Taux sans risque	0,05%
Prime de risque	7,54%
Prime de risque spécifique	3,60%
Taux d'actualisation	11,19%

Détermination de la valeur d'entreprise

La valeur est déterminée ci-après :

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684
				Taux de capitalisation	11%
				Valeur d'entreprise CAPHORN INVEST	3 607 542

Selon la méthode de la valeur de rendement, la valeur d'entreprise de CAPHORN INVEST calculée par mes soins s'établit donc à 3.608 K€.

Valeur de la trésorerie nette

La valeur comptable de la dette nette de la société CAPHORN INVEST au 31 décembre 2020 correspond à la somme des postes comptables suivants (dont la valeur comptable correspond à la juste valeur) :

- « Disponibilités » : 1.586.130 €

La trésorerie nette de CAPHORN INVEST retenue s'établit donc à 1.585.130 €.

Valeur des autres actifs

Il s'agit d'appréhender la valeur des autres éléments détenus par la société CAPHORN INVEST, non considérés dans le profit jugé récurrent.

J'ai considéré qu'aucune autre valeur d'actif n'était à prendre en compte.

Compte tenu :

- D'une valeur d'entreprise de 3.608 K€ (paragraphe ci-avant)
- D'une valeur de la trésorerie nette de 1.586 K€.

La valeur des capitaux propres de la société CAPHORN INVEST déterminée selon la méthode de la valeur de rendement s'établit à 5.194 K€ (3.608 K€ + 1.586 K€).

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684
				Taux de capitalisation	11%
				Valeur d'entreprise CAPHORN INVEST	3 607 542
				Trésorerie Nette	1 586 130
				Valeur des titres CAPHORN INVEST	5 193 672,45

2.4.5.2 Evaluation par les multiples de sociétés comparables / transactions comparables

La méthode des multiples de sociétés comparables consiste à valoriser une société en appliquant les multiples observés sur des sociétés cotées comparables aux agrégats propres de la société à évaluer.

Les multiples utilisés sont généralement issus des agrégats financiers prévisionnels estimés par le marché, disponibles dans des bases de données financières.

Les agrégats financiers les plus couramment utilisés lors de la mise en œuvre de la méthode de multiples de sociétés comparables pour valoriser des sociétés de gestion sont :

- Le multiple de résultat net

J'ai déterminé l'échantillon de sociétés comparables suivant, composé de sociétés européennes de gestion d'actifs orientées vers des clientèles de qualité élevée :

- Franklin Resources Inc.
- Schroders plc
- Rathbone Brothers Plc
- Washington Mutual, Inc.
- SEI Investments Company
- GAM Holding AG
- Invesco Ltd.
- Amundi SA
- Janus Henderson Group Plc
- Federated Investors Inc.
- Ashmore Group plc
- Jupiter Fund Management plc
- Intertrust NV
- Anima Holding SpA
- Vontobel Holding AG

Je précise que cet échantillon a, à plusieurs reprises, été retenu par différents évaluateurs dans le cadre de valorisations de sociétés de gestion d'actifs similaires à CAPHORN INVEST

Le tableau suivant présente les multiples relatifs aux sociétés de l'échantillon de comparaison :

Company	ECode	Market Cap	E.V					Price/Earnings					EV/Net Sales					EV/EBITDA					EV/EBIT					P/Book		
		Current (in millions EUR)	Current (in millions EUR)				Last	LTM	NTM	2021e	2022e	Last	LTM	NTM	2021e	2022e	Last	LTM	NTM	2021e	2022e	Last	LTM	NTM	2021e	2022e	Last	2021e	2022e	
Peer Median		3.261		6.415	18,07	12,72	11,10	11,64	11,22	3,36	3,04	3,72	3,88	3,69	8,67	8,65	7,87	8,05	7,84	14,26	9,59	8,47	8,35	8,58	1,65	1,52	1,46			
Franklin Resources Inc.	31214NU	13.145		15.206	19,54	12,89	8,64	9,14	8,66	3,18	2,33	2,73	2,83	2,74	11,84	9,42	6,86	7,23	6,86	17,68	9,59	7,31	7,55	7,31	1,51	1,36	1,16			
Schroders plc	30148EX	11.086		7.823	19,61	16,76	14,42	15,09	14,27	2,57	2,34	2,57	2,68	2,55	8,54	7,87	7,09	7,57	6,99	11,38	10,02	7,91	8,51	7,78	2,33	2,26	2,09			
Rathbone Brothers Plc	21596EX	1.373		N/A	43,41	25,60	12,01	12,69	11,86	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,25	2,13	2,00		
Washington Mutual, Inc.	34008NU	3.261		18.413	12,58	2,74	7,47	5,52	8,16	9,10	6,81	8,80	7,30	9,25	21,26	12,68	42,17	24,67	50,89	56,33	12,32	36,32	27,45	39,39	1,52	1,05	0,92			
SEI Investments Company	33213NU	7.632		6.995	19,88	17,77	15,96	16,83	15,76	4,82	4,51	4,05	4,25	4,01	15,29	13,63	11,87	12,25	11,78	14,26	12,73	14,34	14,86	14,22	5,11	4,73	4,53			
GAM Holding AG	30801ES	242		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	167,80	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,76	N/A	N/A	N/A	N/A	0,02	0,02	N/A	N/A	N/A	N/A	0,35	0,35	0,34		
Invesco Ltd.	42740NU	10.019		19.777	14,08	8,95	8,20	8,22	8,19	5,13	3,49	4,20	4,37	4,17	13,66	9,78	9,14	9,63	9,03	20,27	11,92	9,80	10,34	9,68	0,79	0,74	0,69			
Amundi SA	31552EF	15.554		29.332	17,10	12,54	12,49	12,60	12,47	6,36	5,63	9,02	9,39	8,93	22,82	18,78	17,96	18,14	17,92	25,34	20,60	18,17	18,38	18,12	1,40	1,52	1,46			
Janus Henderson Group Plc	30526EX	6.676		5.834	48,56	13,39	11,20	11,15	11,22	2,92	2,58	2,42	2,44	2,41	8,67	7,10	7,11	7,01	7,13	28,42	8,15	7,41	7,28	7,44	1,65	1,63	1,52			
Federated Investors Inc.	34969NU	3.017		3.021	11,21	11,76	11,20	12,12	11,00	2,43	2,55	2,45	2,67	2,41	7,55	7,58	7,95	8,05	7,92	8,12	8,29	7,94	8,03	7,92	3,09	2,77	2,74			
Ashmore Group plc	33044EX	2.535		1.991	8,90	8,90	13,19	13,47	12,58	5,70	5,70	5,55	5,60	5,46	6,03	6,03	7,78	8,05	7,24	5,92	5,92	7,91	8,18	7,36	2,34	2,20	2,07			
Jupiter Fund Management plc	33876EX	1.601		1.269	12,81	10,92	9,13	8,23	9,38	2,10	2,03	2,15	2,01	2,19	4,91	6,17	5,21	4,80	5,32	7,96	7,00	5,34	4,88	5,47	1,52	1,48	1,40			
Intertrust NV	30345EN	1.264		2.021	60,77	31,69	8,75	9,39	8,61	3,56	3,60	3,38	3,50	3,36	10,60	11,21	8,36	8,79	8,26	56,46	35,33	9,72	10,86	9,48	1,66	1,52	1,40			
Anima Holding SpA	30487EI	1.652		2.249	10,64	7,77	8,77	7,86	9,02	2,26	2,05	5,79	5,36	5,90	7,62	6,63	7,53	6,73	7,75	9,32	7,81	8,99	8,07	9,24	1,26	1,16	1,11			
Vontobel Holding AG	30056ES	4.462		N/A	19,03	15,77	13,24	13,64	13,15	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,63	2,25	2,06			

Application d'une décote d'illiquidité :

Les primes de risques résultent de l'observation de valorisations de sociétés cotées. Leur application aux agrégats financiers d'une société non cotée telle que CAPHORN INVEST doit donc conduire à considérer une décote afin de tenir compte de l'illiquidité de ses titres.

Cette décote est généralement comprise entre 10% et 30%.

Je retiendrai une décote haute de 30%.

	2017	2018	2019	2020	Moyenne Résultat Net
Résultat Net	609 379	130 335	260 788	614 234	403 684
			Multiple		12,72
			Valeur d'entreprise CAPHORN		5 134 860
			Décote de taille (30%)		3 594 402
			Trésorerie Nette		1 586 130,00
			Valeur des titres MELVAN		5 180 532,34

La valeur des capitaux propres de la société CAPHORN INVEST déterminée selon la méthode du multiple de Résultat net s'établit à 5.180 K€.

2.4.5.3 Synthèse des valorisations

Montant en €	Méthode Valeur de rendement	Méthode Multiple Résultat Net
Valeur d'entreprise CAPHORN INVEST	3 607 542	3 594 402
Valeur des Titres CAPHORN INVEST	5 193 672	5 180 532
Valeur unitaire	33	33
Valeur des 40.059 titres détenus	1 325 881	1 329 244

Les valorisations ressortant des approches intrinsèques et analogiques confortent la valeur d'apport pour autant que le niveau actuel de l'activité se maintienne sur les prochaines années.

3 – CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la valeur de l'apport retenue s'élevant à 1.228.609,53 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant du capital de la société bénéficiaire de l'apport en nature.

Paris, le 08/11/2021

Le Commissaire aux Apports



Kévin BROSSOLETTE