

Fairness Opinion GAM

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de Liontrust Asset Management Plc portant sur toutes les actions nominatives de GAM Holding SA détenues par le public

Zurich, le 12 juin 2023

Fairness Opinion GAM

Table des matières

1	Introduction	Page 3
2	Description de la société et du marché	Page 8
3	Évaluation	Page 25
4	Conclusion	Page 43
5	Annexe	Page 46

Fairness Opinion GAM

I Introduction

I.1	Contexte	Page 4
I.2	Notre mandat	Page 5
I.3	Notre approche	Page 6
I.4	Sources	Page 7

I Introduction

I.1 Contexte



GAM est une société internationale de gestion active d'actifs fournissant des solutions de gestion d'actifs ainsi que des services de gestion de fonds. GAM est cotée à la SIX Swiss Exchange

Liontrust offre 0.0589 de ses actions ordinaires pour chaque action GAM

GAM Holding SA («GAM» ou «la société») est une société de gestion d'actifs proposant des services de gestion d'actifs (y compris de gestion de fortune) et de gestion de fonds. Dans le cadre de ces activités, GAM fournit des solutions d'investissement actif et des services de gestion de fonds aux institutions, aux intermédiaires financiers et aux investisseurs privés. Les classes d'actifs de la société comprennent les obligations, les actions, les solutions multi-actifs et alternatives.

Le siège de la société se trouve à Zurich, en Suisse. GAM est présente dans 14 pays à travers le monde et emploie plus de 580 personnes¹. Pour l'exercice annuel («exercice») 2022, les actifs sous gestion de la société (*assets under management*, «AuM») au niveau du groupe s'élevaient à CHF 85.4 milliards (AuM moyens), générant une perte nette de CHF 290.0 millions, selon le compte de résultat consolidé de GAM au titre de l'exercice 2022.

GAM a été constituée en 2009 en tant qu'entité indépendante après que Julius Baer Groupe SA («Julius Baer»), une banque privée suisse de premier plan, ait séparé ses activités de private banking et de gestion active d'actifs en deux sociétés indépendantes cotées en bourse. Les actions de GAM sont cotées séparément à la SIX Swiss Exchange («SIX») depuis le 1^{er} octobre 2009. La capitalisation boursière de GAM était de CHF 125.1 millions au 3 mai 2023². Le capital-actions de GAM se compose de 159'682'531 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.05 chacune («actions»)³.

Le 4 mai 2023, Liontrust Asset Management Plc («Liontrust» ou «l'offrant») a annoncé avoir conclu une convention de transaction avec GAM portant sur l'acquisition de toutes les actions nominatives de GAM qui sont en mains du public par le biais d'une offre publique d'échange volontaire («l'offre»), et a publié une annonce préalable de l'offre. Liontrust offre 0.0589 de ses actions ordinaires pour chaque action GAM (le «ratio d'échange»).

Sur la base du cours moyen pondéré par les volumes des transactions en bourse sur les actions Liontrust au cours des 60 derniers jours de bourse (*volume-weighted average price*, «VWAP»), calculé le dernier jour de bourse

¹ Effectif moyen (ETP) pour l'exercice 2022: 583, selon le rapport de gestion 2022 de GAM, page 210.

² Source : Refinitiv Eikon.

³ Source : GAM.

précédant la publication de l'annonce préalable (GBP 10.19 au 3 mai 2023) ainsi que du taux de change moyen de 1.1197 au cours des 60 derniers jours de bourse, le ratio d'échange proposé correspond à un prix implicite offert de CHF 0.6723 par action GAM.⁴

1.2 Notre mandat

La présente *Fairness Opinion* fournit une évaluation indépendante de GAM

IFBC est un conseiller indépendant et ne reçoit pas de rémunération en fonction du résultat de l'évaluation ou du succès de la transaction

La date d'évaluation est le 3 mai 2023

IFBC AG («IFBC») a été mandatée par le Conseil d'administration («CA») de GAM afin de préparer une *Fairness Opinion* indépendante concernant l'adéquation financière du prix implicite offert.

Le présent rapport a été exclusivement préparé pour assister le CA de GAM dans son évaluation de l'offre. Il ne peut être utilisé que pour l'évaluation financière de l'offre par le CA de GAM. L'utilisation à d'autres fins que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre n'est pas autorisée. En particulier, la *Fairness Opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires d'accepter ou de rejeter l'offre.

IFBC émet cette *Fairness Opinion* en qualité de *corporate finance advisor* indépendant et reçoit des honoraires usuels pour ses services. IFBC ne reçoit pas de rémunération qui dépende des conclusions de la présente évaluation ni ne peut-elle prétendre à une prime (*success fee*) si la transaction envisagée est réalisée. IFBC confirme qu'elle est indépendante de toutes les parties impliquées. IFBC est autorisée à établir des *Fairness Opinions* en vertu de l'art. 30 al. 6 de l'ordonnance sur les OPA.

En établissant la *Fairness Opinion*, IFBC a présumé que les informations fournies par la Direction de GAM étaient exactes et complètes. IFBC part du principe que les informations reçues ont été préparées avec diligence et qu'elles reflètent les meilleures et les plus récentes estimations disponibles ainsi que l'appréciation de bonne foi de la Direction de GAM. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations et calculs qui lui ont été mis à disposition ainsi que de leur plausibilité. Dans le cadre de son travail, IFBC n'a procédé à aucun audit ni à aucune due diligence.

Les résultats de notre évaluation indépendante ont été présentés au CA de GAM le 3 mai 2023, le soir précédant l'annonce préalable de l'offre par Liontrust le 4 mai 2023. L'évaluation repose sur le *business plan* approuvé par le CA le 3 mars 2023. La Direction a confirmé qu'il n'y a pas eu, depuis cette date et la publication de la *Fairness Opinion*,

⁴ Source : Bloomberg.

d'événements ou de transactions significatifs susceptibles d'avoir une incidence sur le *business plan* pour l'exercice 2023 et au-delà.

Tant le cours des actions Liontrust que le taux de change GBP/CHF peuvent changer entre la date de l'annonce préalable et l'échange effectif avec les actions GAM. Ces changements ont un impact sur le prix implicite offert pour chaque action GAM.

Toutefois, la présente *Fairness Opinion* concerne exclusivement le prix implicite offert de CHF 0.6723 par action GAM au moment de l'annonce préalable.

1.3 Notre approche

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Liontrust aux actionnaires de GAM est basée sur des considérations d'évaluation d'IFBC. Celles-ci reposent sur les analyses suivantes, qui sont décrites en détail dans le présent rapport:

- Analyses des activités de la société, de ses produits et de sa stratégie, ainsi que de l'environnement du marché
- Évaluation du *business plan* approuvé par le CA de GAM
- Evaluation de la société et calcul de la valeur par action selon les approches suivantes:
 - Modèle d'actualisation des dividendes
 - Evaluation basée sur les *trading multiples*
 - Evaluation basée sur les *transaction multiples*
- Analyse du cours de l'action de GAM et des objectifs de cours actuels estimés par des analystes

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Liontrust aux actionnaires de GAM ne prend pas en considération les aspects fiscaux, juridiques et autres, propres à chaque investisseur. Par conséquent, des déclarations quantitatives sur la valeur de GAM dans le cadre de ce rapport d'évaluation ne sont possibles que du point de vue de l'ensemble des actionnaires. Conformément aux bonnes pratiques, les analyses d'évaluation présentées dans la présente *Fairness Opinion* ont été réalisées sur une base indépendante. Nous ne tenons pas compte d'éventuels avantages liés à l'échange d'actions GAM contre des actions Liontrust.

I.4 Sources

L'évaluation est notamment basée sur l'analyse des sources suivantes:

- Rapports de gestion révisés de GAM (consolidés)
- *Business plan* de GAM, qui a été approuvé par le CA le 3 mars 2023
- Données financières et des marchés des capitaux d'une sélection de sociétés comparables (source: Refinitiv Eikon)
- Données des transactions comparables, basées sur des informations accessibles au public (source: Refinitiv Eikon)
- Autres informations accessibles au public
- Entretiens avec la Direction

Fairness Opinion GAM

2 Description de la société et du marché

2.1	GAM en un coup d'œil	Page 9
2.2	Modèle d'affaires de GAM	Page 10
2.3	Données financières historiques de GAM	Page 16
2.4	Aperçu du marché	Page 20

2 Description de la société et du marché

2.1 GAM en un coup d'œil

GAM est une société de gestion d'actifs suisse active au niveau mondial qui fournit des solutions de gestion d'actifs ainsi que des services de gestion de fonds

GAM est une société suisse de gestion d'actifs dont le siège est à Zurich, en Suisse, et qui a été fondée en 1983 par Gilbert de Botton. La société propose des services de gestion d'actifs (y compris de gestion de fortune) et de gestion de fonds. Dans le cadre de ces activités, GAM fournit des solutions d'investissement actif et des services de gestion de fonds aux institutions, aux intermédiaires financiers et aux investisseurs privés. Les classes d'actifs de la société comprennent les obligations, les actions, les solutions multi-actifs et alternatives.

Au 3 mai 2023, les principaux investisseurs détenant chacun une participation d'au moins 3.0% détenaient au total 43.7% des actions de la société (selon publication des participations). Ainsi, Silchester International Investors LLP détenait 15.0%, un groupe d'investisseurs Bruellan / NewGAMe 7.5%, Solas Capital Management LLC 5.1%, Schroders Plc 5.0%, Christopher Brown 5.0% et Dimensional Holdings Inc. ainsi que Mario J. Gabelli 3.0% chacun.⁵ La capitalisation boursière de la société s'élevait à CHF 125.1 millions sur la base du cours de clôture de l'action et à CHF 107.0 millions sur la base du VWAP à 60 jours au 3 mai 2023.⁶



GAM a son siège à Zurich, en Suisse, et est présente dans 14 pays



Au 31 décembre 2022, GAM disposait de CHF 85.4 milliards d'AuM en moyenne.



Au 3 mai 2023, 43.7% de GAM étaient en mains d'investisseurs détenant chacun une participation de > 3.0%



Au 3 mai 2023, la capitalisation boursière s'élevait à CHF 125.1 millions sur la base du cours de clôture de l'action, et à CHF 107.0 millions sur la base du VWAP à 60 jours.

⁵ Source: SIX.

⁶ Source: Refinitiv Eikon, SIX.

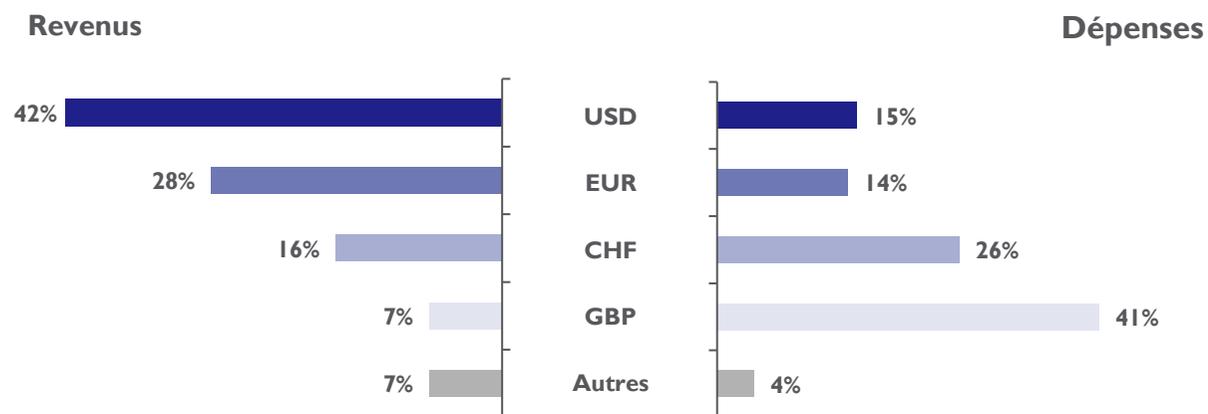
2.2 Modèle d'affaires de GAM

2.2.1 Aperçu

GAM a un modèle d'affaires international

GAM s'est établie en tant que société de gestion active d'actifs au niveau international, opérant dans 14 pays différents en Europe, aux États-Unis, en Asie et en Australie. Alors que les revenus sont la plupart du temps réalisés en USD et EUR (70% au cours de l'exercice 2022), la majorité des dépenses est libellée en CHF et GBP (67% au cours de l'exercice 2022).

Répartition des produits et des charges selon les monnaies, exercice 2022



Source: Rapport de gestion de GAM pour l'exercice 2022

GAM est active dans les services de gestion d'actifs et de fonds

Dans le cadre de la gestion d'actifs, GAM propose à ses clients institutionnels et grossistes des stratégies d'investissements différenciés et gérés de manière active sous forme de fonds et de mandats. Des solutions pour les clients privés sont proposées dans le cadre de la gestion de fortune. Outre les fonds et les mandats, des services tiers tels que la planification financière ou fiscale sont proposés à ce segment de clientèle. Dans les rapports financiers de GAM et les analyses présentées dans ce rapport, la gestion de fortune est considérée comme faisant partie du secteur de la gestion d'actifs.

Dans le domaine des services de gestion de fonds (autrefois appelés *private labelling*), les opérations courantes de fonds de plus de 40 clients, comme les banques ou les assurances, sont gérées par GAM, ce qui permet à ces clients de se concentrer sur leurs compétences clés en matière de gestion d'actifs.

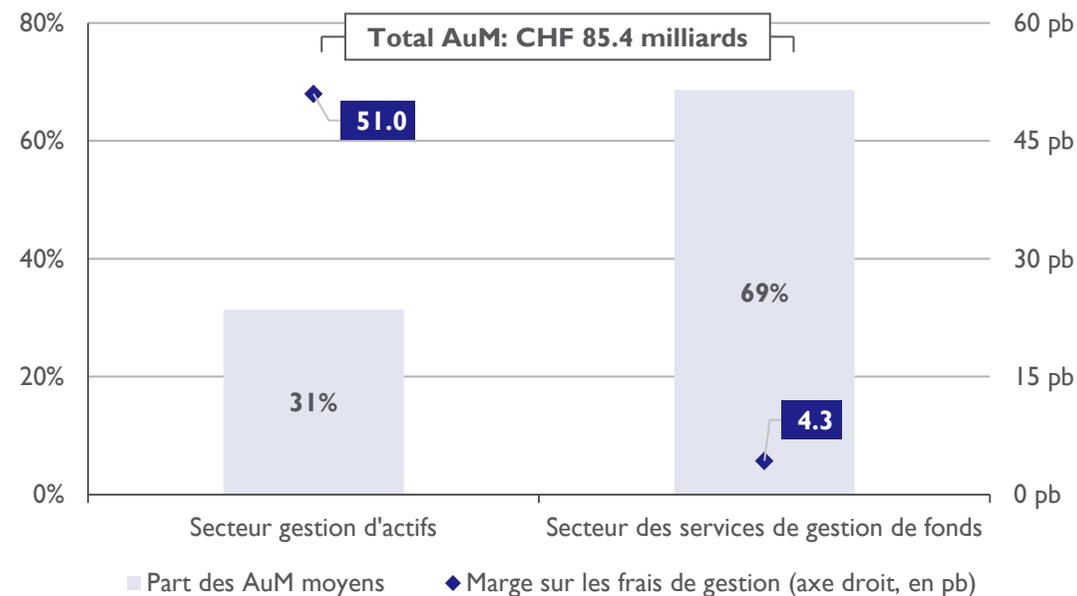
Illustration du modèle d'affaires de GAM

Types de clients			Produits		Services	
			Fonds GAM et mandats	Fonds de tiers	Services de tiers	Services de fonds GAM
Institutionnels	Activité de grossiste		Gestion d'actifs			
		Clients privés	Gestion de fortune			
Propriétaires d'actifs	Gestionnaires d'actifs	Gestionnaires de fortune	Services de gestion de fonds			

Sources: IFBC, rapport de gestion de GAM pour l'exercice 2022.

La gestion d'actifs et la gestion de fortune (secteur gestion d'actifs) représentent ensemble CHF 26.8 milliards (31%) de la moyenne des AuM pour l'exercice 2022. La marge sur les frais de gestion⁷ s'élevait à 51,0 points de base («pb»). Dans le secteur des services de gestion de fonds, CHF 58.6 milliards (69%) d'AuM moyens ont été gérés durant l'exercice 2022. La marge sur les frais de gestion de 4.3 pb s'écarte fondamentalement des marges réalisées dans le cadre de la gestion d'actifs et la gestion de fortune, ce qui met en évidence les différences fondamentales entre les modèles d'affaires de ces secteurs. Alors que la gestion d'actifs et la gestion de fortune proposent des solutions sur mesure à des marges supérieures, le secteur de la gestion de fonds s'appuie sur l'extensibilité de son offre. Les différences entre les secteurs des services de gestion de fonds et de gestion d'actifs sont exposées plus avant dans les chapitres ci-après.

Part des AuM moyens et marges sur les frais de gestion, exercice 2022



Source: Rapport de gestion de GAM pour l'exercice 2022.

⁷ Frais de gestion et commissions nets / AuM moyens.

2.2.2 Secteur gestion d'actifs

Aperçu

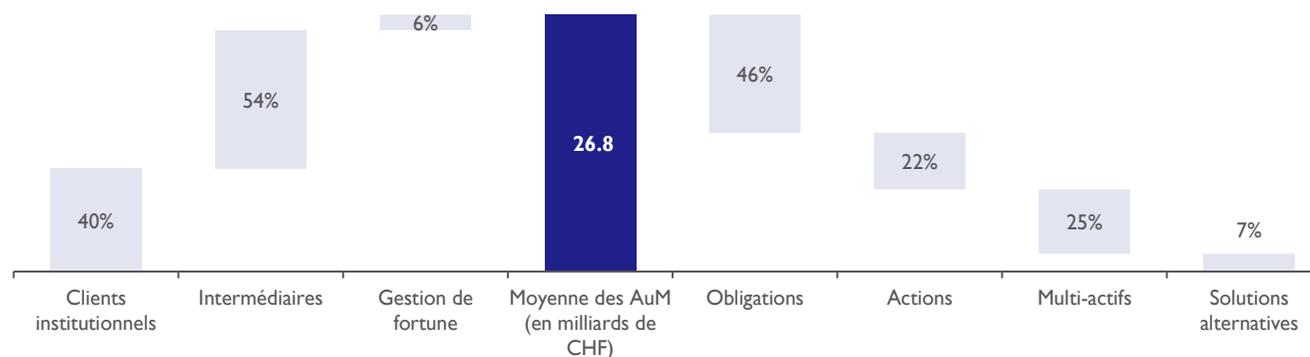
Dans le secteur de la gestion d'actifs, GAM propose un éventail de fonds et de mandats dans une diversité de classes d'actifs, marchés et stratégies. À la fin de l'exercice 2022, 98 professionnels de l'investissement au sein des centres d'investissement de Zurich, Milan, Londres, Cambridge, New York et Hongkong ont investi et géré de manière active CHF 26.8 milliards d'AuM en moyenne.

S'agissant de sa clientèle dans le domaine de la gestion d'actifs, GAM fait une distinction entre les intermédiaires financiers, les clients institutionnels et les clients en gestion de fortune. Les produits proposés sont répartis entre les classes d'actifs suivantes: obligations, actions, solutions multi-actifs et alternatives.

Pour ses clients en gestion de fortune, GAM propose des solutions d'investissement correspondant aux classes d'actifs susmentionnées. En outre, des services tels que la planification financière, les conseils juridiques et fiscaux ainsi que les prêts sont proposés par le biais d'un réseau de prestataires de services externes indépendants. Au cours de l'exercice 2022, 6% des AuM moyens du secteur de la gestion d'actifs étaient attribuables aux clients en gestion de fortune.

Moyenne des AuM dans le secteur de la gestion d'actifs par segment de clientèle et par classe d'actifs

AuM moyens dans le secteur de la gestion d'actifs par segment de clientèle et par classe d'actifs, exercice 2022⁹



Source: Informations de la Direction de GAM.

⁹ Dans le rapport de gestion 2022 de GAM, p. 13., la répartition des AuM dans le secteur de la gestion d'actifs est présentée sur la base des AuM à la clôture. Répartition par segment de clientèle: 42% clients institutionnels, 53% intermédiaires, 5% clients en gestion de fortune; répartition selon la classe d'actifs: 44% obligations, 21% actions, 28% multi-actifs, 7% solutions alternatives.

Pour chaque classe d'actifs du secteur de la gestion d'actifs, GAM propose une sélection de fonds poursuivant différents profils de risque et de rendement en fonction des objectifs d'investissements individuels de ses clients. À la fin de l'exercice 2022, la performance des investissements¹⁰ dans toutes les classes d'actifs s'élevait à 55%, calculée sur trois ans. La marge sur les frais de gestion sur l'ensemble des classes d'actifs s'est élevée en moyenne à 51.0 pb pour l'exercice 2022.

Classes d'actifs⁸

Obligations

Sur le total des AuM moyens du secteur de la gestion d'actifs au cours de l'exercice 2022, 46% ont été investis dans des fonds obligataires et des mandats. La classe d'actifs comprend des produits spécialisés et des produits des marchés émergents. À la fin de l'exercice 2022, la performance des investissements sur trois ans de cette classe d'actifs s'élevait à 48%, à savoir qu'environ la moitié des AuM gérés dans des produits obligataires ont surperformé leurs indices de référence respectifs. Fin 2022, la marge sur les frais de gestion des obligations¹¹ s'élevait à 59 pb.

Actions

GAM propose une large gamme de stratégies d'actions thématiques (p.ex. marques de luxe) et régionales (p.ex. européennes, suisses, etc.) gérées de manière active. Environ deux tiers des AuM des fonds en actions ont surperformé leurs indices de référence sur une période de trois ans, ce qui conduit à une performance des investissements de 68%. La marge sur les frais de gestion réalisée sur les actions s'est élevée à 67 pb au cours de l'exercice 2022.

Multi-actifs

Les produits multi-actifs font l'objet d'une allocation stratégique et tactique individuelle des actifs sur l'ensemble des classes d'actifs. Au sein des multi-actifs, une gamme de fonds ainsi que des solutions client sur mesure sont proposées. À la fin de l'exercice 2022, la marge sur les frais de gestion de cette classe d'actifs s'élevait à 22 pb, soit la marge sur les frais de gestion la plus basse de toutes les classes d'actifs.

Solutions alternatives

S'agissant des solutions alternatives, GAM propose une gamme diversifiée de produits allant des fonds de matières premières aux solutions de fonds de couverture. La performance des investissements sur trois ans s'élevait à la fin de l'exercice 2022 à 59% et une marge sur les frais de gestion de 58 pb a été atteinte dans cette classe d'actifs.

⁸ Informations fondées sur le rapport de gestion de GAM pour l'exercice 2022 et les informations de la Direction de GAM.

¹⁰ Pourcentage d'AuM qui dépasse leur benchmark (hors mandats et comptes ségrégués).

¹¹ Marge sur les frais de gestion des obligations = Frais de gestion et commissions nets pour les produits obligataires/AuM moyens des produits obligataires.

2.2.3 Secteur des services de gestion de fonds

Aperçu

Le secteur des services de gestion de fonds, anciennement dénommé *private labelling*, représente 69% (CHF 58.6 milliards) des AuM moyens de la société. Avec une marge sur les frais de gestion de 4.3 pb, ce segment représente 15.6% de l'ensemble des frais de gestion et commissions nets de GAM pour l'exercice 2022. Dans le domaine de la gestion de fonds, GAM assiste des clients tels que des banques, des assurances, des gestionnaires de fortune indépendants et des investisseurs institutionnels dans la gestion quotidienne des opérations de fonds. Cela permet aux clients de se concentrer sur la distribution de fonds et la gestion des investissements, tandis que GAM gère efficacement les activités des fonds. Fourniture de services à plus de 140 fonds tiers et 44 clients durant l'exercice 2022, GAM compte parmi les plus grands prestataires de services de ce type en Europe. Les services sont proposés à l'échelle internationale, depuis la Suisse, le Luxembourg, l'Irlande et l'Italie.

Classes d'actifs

Dans le domaine de la gestion de fonds, les CHF 58.6 milliards d'AuM moyens sont principalement alloués aux solutions multi-actifs (54%). Les actions représentent 20% des AuM moyens et les obligations 19%. Les investissements alternatifs (7%) constituent quant à eux le montant le plus faibles des AuM moyens.



Source: Informations de la Direction de GAM.

Gamme de prestations

Dans le domaine de la gestion de fonds, GAM propose les prestations suivantes:

Services de gestion d'entreprise

GAM fournit une large gamme de services dans ce segment, allant de la gestion des risques et du controlling des investissements, l'établissement de rapports et communications (par ex. en matière réglementaire, fiscale, etc.), au contrôle de conformité (*compliance*).

¹² Dans le rapport de gestion 2022 de GAM, p. 13., la répartition des AuM dans le secteur de la gestion de fonds est présentée sur la base des AuM à la clôture. Répartition selon la classe d'actifs sur la base des AuM à la clôture: 21% actions, 17% obligations, 55% multi-actifs, 7% solutions alternatives.

Services d'ingénierie de fonds

Les services d'ingénierie de fonds comprennent la mise en place de la structure juridique et fiscale, la définition et l'organisation opérationnelle de la structure du fonds, ainsi que les processus, les rapports et la gestion des projets et du cycle de vie du fonds.

Services de distribution et de marketing

GAM propose aux clients une assistance dans la distribution de leurs fonds, y compris des conseils sur la stratégie de distribution et sa mise en œuvre. En outre, GAM accompagne ses clients dans le processus d'enregistrement de fonds ainsi que dans la préparation de documents de marketing tels que les fiches d'information (*factsheets*) et rapports ESG.

Services de gestion d'actifs

En plus du vote par procuration, les clients peuvent bénéficier des compétences de GAM en matière de gestion d'actifs avec des services tels que la couverture des risques de change, le rééquilibrage et l'exécution des allocations d'actifs, la mise en œuvre de stratégies fondées sur des produits dérivés ou la gestion complète des investissements par GAM.

Dépôt, administration de fonds et délégation

GAM externalise des fonctions de dépôt pour ses propres fonds ainsi que pour des fonds des services de gestion de fonds. Cela permet aux clients de GAM d'accéder à des dépositaires de premier plan au niveau mondial. Grâce aux contrôles internes et au suivi de la performance, les fonctions déléguées sont supervisées et les risques atténués par GAM.

2.3 Données financières historiques de GAM

Événements clés

L'évolution de GAM est notamment marquée par les événements suivants:

- Julius Baer, l'une des principales banques privées suisses, a séparé ses activités de *private banking* et de gestion d'actifs en 2009. GAM a été ré-établie sous forme d'entité indépendante, comprenant l'ancienne division de gestion d'actifs de Julius Baer. Par la suite, tant les actions de Julius Baer que celles de GAM ont été cotées individuellement auprès de SIX.¹³
- GAM a procédé à l'acquisition de 75.95% d'Arkos capital SA le 31 juillet 2012. Arkos capital SA disposait de CHF 729 millions d'AuM au 30 juin 2012.¹⁴

¹³ Source: Communiqués de presse de GAM des 20 mai 2009 et 1^{er} octobre 2009.

¹⁴ Source: Communiqué de presse de GAM du 2 août 2012.

- En 2016, GAM a acquis Taube Hodson Stonex et Cantab Capital Partners LLP, ce qui a conduit à une augmentation des AuM de CHF 6.2 milliards au total.¹⁵
- À la suite d'une enquête interne, un cadre dirigeant chargé des investissements a été suspendu en 2018 pour des motifs liés à sa conduite. Par la suite, GAM a dû liquider plusieurs fonds obligataires sans contraintes (*unconstrained*) et de performance absolue (*absolute return*). En conséquence, le total des AuM du secteur gestion d'actifs de GAM a diminué au cours de l'exercice 2018 de plus de CHF 28 milliards, dont CHF 11 milliards étaient liés à des fonds obligataires sans contrainte et de performance absolue.¹⁶
- En janvier 2021, un important client du secteur des services de gestion de fonds de GAM a confirmé qu'il transférerait ses comptes à un autre prestataire, causant une sortie d'AuM de CHF 21.5 milliards dans les mois qui ont suivi.¹⁷
- Peu de temps après, en mars 2021, GAM a annoncé la liquidation de son fonds GAM Greensill Supply Chain Finance Fund en raison de l'évolution du marché et de la couverture médiatique autour du financement de la chaîne d'approvisionnement et de Greensill Capital. La liquidation a marqué la fin de la relation d'affaires de GAM avec Greensill Capital, qui remontait à 2016.¹⁸

Baisse des AuM et de la marge sur les frais de gestion au cours des cinq dernières années

Les AuM moyens de GAM ont diminué, passant de CHF 152.8 milliards au cours de l'exercice 2018 à CHF 85.4 milliards au cours de l'exercice 2022, ce qui se traduit par un taux de croissance annuel composé (*compound annual growth rate*, «CAGR») de -13.5%. Les AuM moyens du secteur gestion d'actifs ont continué de diminuer, passant de CHF 75.2 milliards au cours de l'exercice 2018 à CHF 26.8 milliards au cours de l'exercice 2022, réduisant à 31% la part d'AuM moyens du secteur à marge élevée. Les AuM moyens du secteur des services de gestion de fonds a augmenté durant les exercices 2019 et 2020. Ils ont atteint leur plus haut niveau au cours des cinq dernières années, à savoir CHF 83.4 milliards durant l'exercice 2020, avant de reculer à CHF 58.6 milliards durant l'exercice 2022.

Parallèlement à la réduction de la moyenne globale des AuM, les marges sur les frais de gestion tant dans le secteur des services de gestion de fortune que dans celui des services de gestion de fonds ont diminué au cours des cinq dernières années. La marge totale sur les frais et commissions¹⁹ a reculé de 32.7 pb durant l'exercice 2018, à 19.3 pb durant l'exercice 2022.

¹⁵ Sources: Communiqués de presse de GAM des 16 mai 2016 et 29 juin 2016.

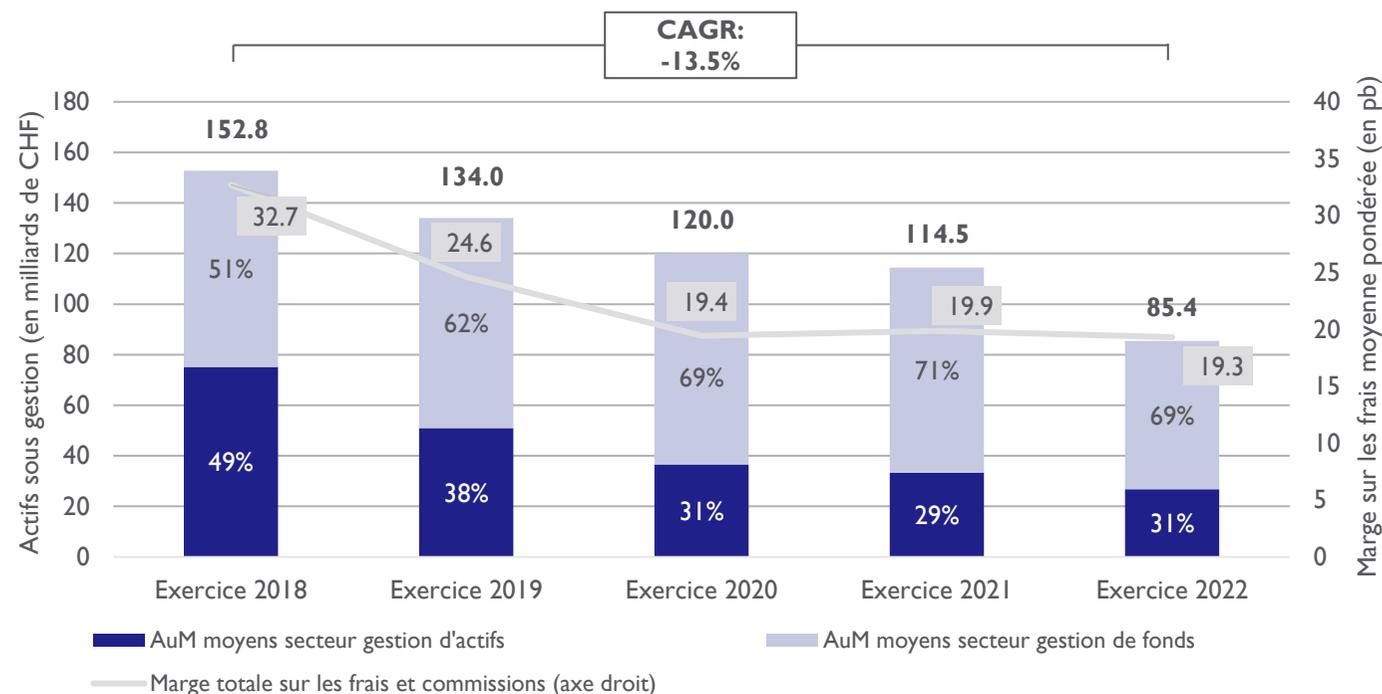
¹⁶ Sources: Communiqués de presse de GAM des 31 juillet 2018, 28 août 2018 et 21 février 2019.

¹⁷ Source: Communiqué de presse de GAM du 26 janvier 2021.

¹⁸ Source: Communiqué de presse de GAM du 2 mars 2021.

¹⁹ Marge totale sur les frais et commissions = Revenus nets des frais et commissions (y compris les commissions de performance) / AuM moyens.

Évolution historique des AuM moyens et de la marge totale sur les frais et commissions



Sources: Rapport de gestion de GAM pour l'exercice 2022.

Marge opérationnelle négative

La marge opérationnelle correspond aux revenus nets des frais et des commissions moins les dépenses, divisé par les revenus nets des frais et des commissions. Elle représente la performance opérationnelle des activités de GAM, à l'exclusion des effets non opérationnels tels que les mouvements de change ou les opérations de couverture. La marge opérationnelle a diminué, passant de 25.3% au cours de l'exercice 2018 à -25.8% au cours de l'exercice 2022, ce qui représente la valeur la plus basse des cinq dernières années. Par la suite, le recul des AuM et des marges n'a pas pu être compensé par des réductions de coûts, entraînant des pertes opérationnelles au cours des trois dernières années.

Indicateurs de performance historiques de GAM

Indicateurs de performance historiques de GAM

KPI historiques	Exercice 2018	Exercice 2019	Exercice 2020	Exercice 2021	Exercice 2022
AuM moyens secteur gestion d'actifs (en milliards de CHF) ¹⁾	75.2	51.0	36.6	33.3	26.8
AuM moyens secteur gestion de fonds (en milliards de CHF)	77.6	83.0	83.4	81.2	58.6
Total des AuM (en milliards de CHF)	152.8	134.0	120.0	114.5	85.4
Taux de croissance	<i>n/a</i>	-12.3%	-10.4%	-4.6%	-25.4%
Marge sur les frais de gestion secteur gestion d'actifs (en pb) ¹⁾	60.3	55.8	53.6	52.7	51.0
Marge sur les frais de gestion secteur services de gestion de fonds (en pb)	5.4	3.9	4.1	4.0	4.3
Marge totale sur les frais et commissions (en pb)²⁾	32.7	24.6	19.4	19.9	19.3
Marge opérationnelle	25.3%	4.3%	-4.7%	-3.2%	-25.8%

1) Y compris la gestion de fortune.

2) Revenus nets des frais et commissions (y compris les commissions de performance)/AuM moyens.

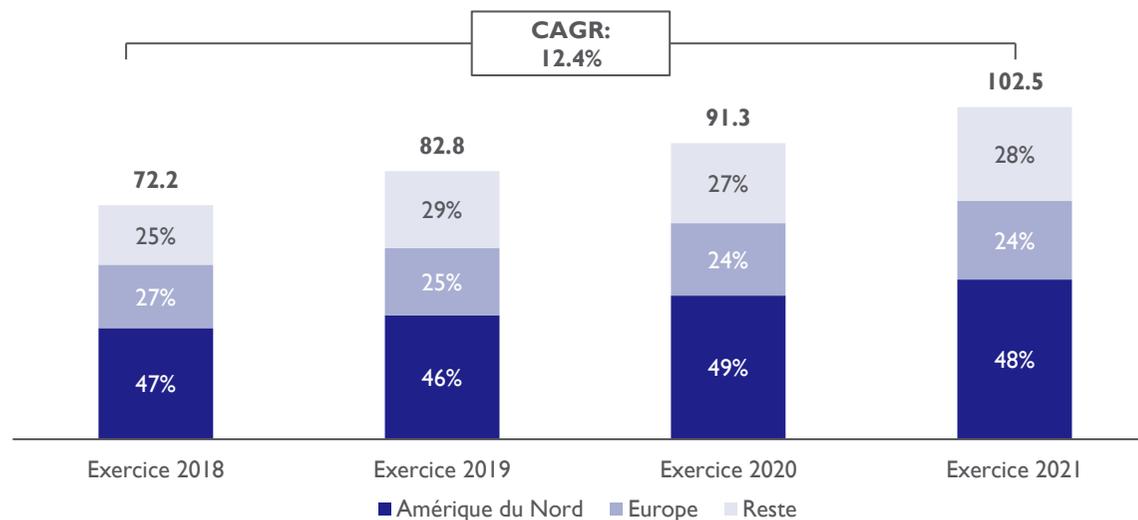
Source: Rapport de gestion de GAM pour l'exercice 2022.

2.4 Aperçu du marché

Aperçu du marché mondial de la gestion d'actifs

Entre 2018 et 2021, le marché mondial de la gestion d'actifs (*asset management*) est passé de CHF 72.2 billions à CHF 102.5 billions d'AuM, à savoir à un CAGR de 12.4%. Sur les CHF 102.5 billions d'AuM gérés au cours de l'exercice 2021, 48% (CHF 49.3 billions) étaient détenus en Amérique du Nord, contre 24% (CHF 24.2 billions) en Europe. Au cours des quatre dernières années, la part des actifs gérés en Europe a diminué (de 27% à 24%), tandis que les AuM en Amérique du Nord ont légèrement augmenté (de 47% à 48%)²⁰²¹.

Évolution des AuM au niveau mondial (en milliers de milliards de CHF) et répartition géographique des AuM au cours de l'exercice 2021



Source: Boston Consulting Group.

²⁰ Source: Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 4 et p.23.

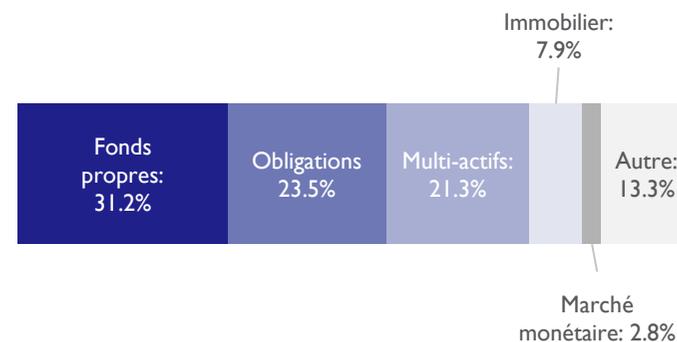
²¹ Taux de change CHF/USD au 31 décembre 2021.

Allocation des actifs en Suisse

L'allocation des AuM des gestionnaires d'actifs basés en Suisse se présentait comme suit à la fin de l'exercice 2021:

- 31.2% des AuM étaient investis en actions.
- Les obligations et les placements à revenu fixe représentaient 23.5% des AuM des gestionnaires d'actifs suisses.
- 21.3% des AuM ont été investis dans des stratégies multi-actifs.
- L'immobilier, le marché monétaire et les autres actifs s'élevaient à 24.0%.²²

Allocation des actifs des gestionnaires d'actifs basés en Suisse, exercice 2021

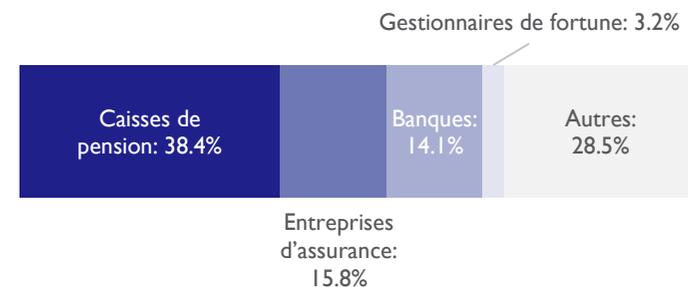


Sources: IFBC, *Swiss Asset Management Study 2022*.

Clients de l'industrie suisse de la gestion d'actifs

Dans le secteur de la gestion d'actifs (*asset management*), il existe principalement deux types de clientèle: les clients privés et les clients institutionnels. Les clients privés sont majoritairement des investisseurs particuliers. Les clients institutionnels comprennent principalement des caisses de pension, des compagnies d'assurance, des banques et d'autres clients institutionnels, tels que des gestionnaires de fortune, des hedge funds, des organisations caritatives et des grandes entreprises. Le plus grand groupe de clients institutionnels en Suisse sont les caisses de pension (38.4% des AuM).²³

Répartition des clients institutionnels en Suisse par AuM, exercice 2021



Sources: IFBC, *Swiss Asset Management Study 2022*.

²² Source: Asset Management Association, *Swiss Asset Management Study 2022* (2022), p. 23.

²³ Source: Asset Management Association, *Swiss Asset Management Study 2022* (2022), p. 23.

Part croissante des clients privés

Si les clients institutionnels représentent toujours la majorité des AuM, les flux nets de capitaux des investisseurs privés au niveau mondial se sont nettement accrus ces dernières années par rapport à ceux des clients institutionnels. En particulier au cours de l'exercice 2020, les ménages ont augmenté leurs investissements dans les instruments du marché des capitaux en raison des opportunités découlant du ralentissement des marchés au cours du premier trimestre de l'année concernée.²⁴

Les développements récents font évoluer le secteur de la gestion d'actifs vers un environnement plus volatile et créent de nouvelles tendances

Le marché de la gestion d'actifs au niveau mondial est fondamentalement influencé par le climat des marchés mondiaux. Fin 2021, les marchés mondiaux des actions avaient atteint des niveaux record, entraînant une hausse des actifs sous gestion (AuM) et des revenus. Toutefois, en 2022, le climat des marchés a commencé à changer en raison de perturbations importantes dans le commerce mondial, d'une économie inflationniste, de la réduction des incitations fiscales et de la hausse des taux d'intérêt. La guerre en Ukraine renforce encore ces perturbations, causant des insécurités majeures sur le marché et entraînant une baisse des AuM dans la branche. Face aux turbulences du marché, les gestionnaires de fortune devront faire face aux évolutions du secteur et s'adapter aux attentes des clients pour pérenniser leur succès.²⁵ Les principaux moteurs du marché, qui présentent des défis et des opportunités pour le secteur, sont notamment les suivants:

Progrès technologiques

Progrès technologiques

Des technologies comme l'intelligence artificielle, les interfaces de programmation d'applications, la technologie cloud ou d'autres fonctions de gestion des données ainsi que des actifs virtuels sont de plus en plus accessibles. Cela offre des opportunités de numériser non seulement les opérations, mais aussi la distribution, les interactions avec les clients, les produits et les services. Les compétences numériques deviennent de plus en plus essentielles pour optimiser les coûts et les gains d'efficacité et pour répondre aux attentes croissantes des clients en matière de transparence, de mobilité et de disponibilité numérique des produits et services.²⁶

Les technologies Cloud et le traitement des données sont déjà devenus d'importants moteurs de création de valeur dans la gestion d'actifs. À l'avenir, l'hyper-personnalisation des produits grâce à l'indexation directe, à la tokenisation

²⁴ Sources: Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 23.; European Fund and Asset Management Association, *An overview of the asset management industry* (2022), p. 4 et p. 39.

²⁵ Sources: Asset Management Association Switzerland, Communiqué de presse (février 2022); Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 5 s. et p. 13 s.; Oliver Wyman, *Asset management trends 2023*, tiré du site Internet (10 mai 2023).

²⁶ Sources: Broadridge, *5 ways that technology is changing the fund industry*, tiré du site Internet (8 juillet 2022); Broadridge, *5 changes and trends that asset managers can't ignore*, tiré du site Internet (8 juillet 2022); Oliver Wyman, *Asset management trends 2023*, tiré du site Internet (10 mai 2023).

des actifs ou à la mise en relation numérique des portefeuilles avec les actifs deviendra de plus en plus possible grâce aux nouvelles technologies.²⁷

Investissement à impact et ESG

Investissement à impact et ESG

L'investissement à impact est un moteur essentiel du marché car de plus en plus de gestionnaires d'actifs reconnaissent son importance non seulement en ce qui concerne la demande des clients, mais aussi dans le contexte de risques croissants liés aux aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance (*Environmental, Social, and Governance*, «ESG»). Les clients n'accordent plus exclusivement de l'importance aux rendements élevés, mais mettent davantage l'accent sur les finalités et l'impact de leurs investissements. Ce déplacement grandissant des actifs vers des investissements ESG crée des opportunités et des risques pour les gestionnaires d'actifs en termes de flux de capitaux. En outre, l'introduction d'objectifs et de réglementations mondiaux en matière de développement durable, tels que la l'objectif zéro émission nette de carbone d'ici 2050, ou la réglementation européenne sur la publication d'informations en matière de durabilité, exercent une pression sur les gestionnaires d'actifs pour qu'ils agissent.²⁸

Passage vers des investissements passifs et des investissements dans des actifs alternatifs

Passage vers des investissements passifs et des investissements dans des actifs alternatifs

Dans le secteur de la gestion d'actifs, on a assisté ces dernières années à un passage de produits gérés de manière active à des produits gérés de manière passive, ce qui a permis aux clients de bénéficier des rendements du marché avec des frais moins élevés. Après la crise financière lors de l'exercice 2008, les investissements passifs ont connu une forte croissance, atteignant 23% des AuM mondiaux jusqu'à l'exercice 2021.²⁹

Au cours de l'exercice 2021, les investissements dans les actifs alternatifs représentaient plus de 40% des revenus mondiaux provenant de la gestion d'actifs, alors qu'ils ne représentaient que 20% des AuM mondiaux. Les investissements dans des actifs alternatifs sont devenus de plus en plus courants car ils permettent d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des marchés cotés en bourse par le biais de primes d'illiquidité. A l'avenir, la part des revenus des investissements dans les actifs alternatifs devrait encore augmenter. On observe notamment un passage aux classes d'actifs de type alternatif chez les clients privés. Alors que les grands gestionnaires d'actifs tentent

²⁷ Sources: Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 14; European Fund and Asset Management Association, *An overview of the asset management industry* (2021), p. 10 s.; ThoughtLab, *Wealth and asset management 4.0* (2021), p. 12 ss.

²⁸ Sources: Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 19; European Fund and Asset Management Association, *An overview of the asset management industry* (2022), p. 24 ss.; Oliver Wyman, *Asset management trends 2023*, tiré du site Internet (10 mai 2023); ThoughtLab, *Wealth and asset management 4.0* (2021), p. 15.

²⁹ Sources: Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 6 ss.; ThoughtLab, *Wealth and asset management 4.0* (2021), p. 18 et p. 23.

d'adapter leur stratégie d'acquisition en conséquence, les gestionnaires de fortune déjà spécialisés dans les investissements alternatifs élargissent leur accès aux clients privés.³⁰

Baisse des frais et
transparence accrue

Baisse des frais et transparence accrue

La réglementation croissante au niveau international est un facteur important de pression sur les prix exercée sur les gestionnaires d'actifs. Les règles fiduciaires qui imposent davantage de transparence et de contrôle en matière de frais, telles que mises en œuvre par la directive MiFID dans l'UE ou dans le cadre des *US best interest rules*, ont pour effet de sensibiliser davantage les clients aux structures tarifaires et d'ajuster la tarification des produits et services de gestion d'actifs. En outre, le passage à des produits gérés de manière passive accroît la pression sur les prix, entraînant une baisse des marges tarifaires dans l'ensemble du secteur.³¹

³⁰ Sources: Boston Consulting Group, *Global asset management 2022* (2022), p. 18 s.; ThoughtLab, *Wealth and asset management 4.0* (2021), p. 18.

³¹ Source: ThoughtLab, *Wealth and asset management 4.0* (2021), p. 23 s.

Fairness Opinion GAM

3 Évaluation

3.1	Méthode d'évaluation	Page 26
3.2	Modèle d'actualisation des dividendes	Page 27
3.3	Évaluation par les multiples	Page 37
3.4	Analyse du cours de l'action et prévisions des analystes	Page 40

3 Évaluation

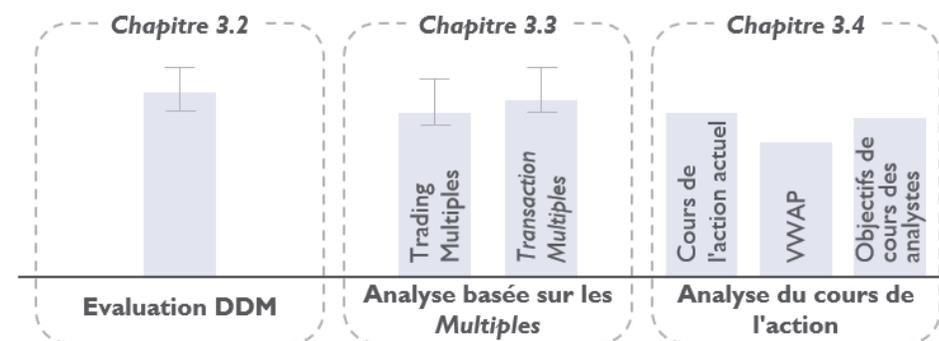
3.1 Méthode d'évaluation

Conformément aux bonnes pratiques, nous nous basons principalement sur la DDM pour évaluer GAM. En outre, nous appliquons des *Trading* et des *Transaction Multiples* et nous procédons à une analyse du cours de l'action

Nous évaluons GAM sur une base indépendante et appliquons différentes approches pour évaluer l'adéquation de l'offre présentée par Liontrust d'un point de vue financier. La valeur par action de GAM est calculée à la date d'évaluation déterminante du 3 mai 2023.

Le modèle d'actualisation des dividendes (dividend discount model, «DDM») joue un rôle décisif dans nos considérations d'évaluation, car il nous permet de tenir compte de la situation particulière de GAM, ce qui en fait l'approche d'évaluation la plus fiable. La méthode d'évaluation DDM constitue la meilleure pratique pour évaluer les sociétés de services financiers, y compris les sociétés de gestion d'actifs.³² Les considérations d'évaluation sont complétées par des méthodes fondées sur le marché, qui résultent des évaluations de sociétés comparables (*trading multiples*) et des prix payés dans des transactions comparables (*transaction multiples*). En outre, une analyse du cours de l'action est réalisée. L'analyse du cours de l'action prend en considération le cours de l'action GAM, le VWAP à 60 jours des actions GAM ainsi que les objectifs de cours publiés par les analystes.

Aperçu de notre méthode d'évaluation



³² Voir, entre autres, R. Volkart & A. F. Wagner, *Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierungen und Investitionen* (2018), p. 328 ss; A. Damodaran, *Investment Valuation* (2002), p. 575 ss.

3.2 Modèle d'actualisation des dividendes

3.2.1 Méthode d'évaluation et coût des fonds propres

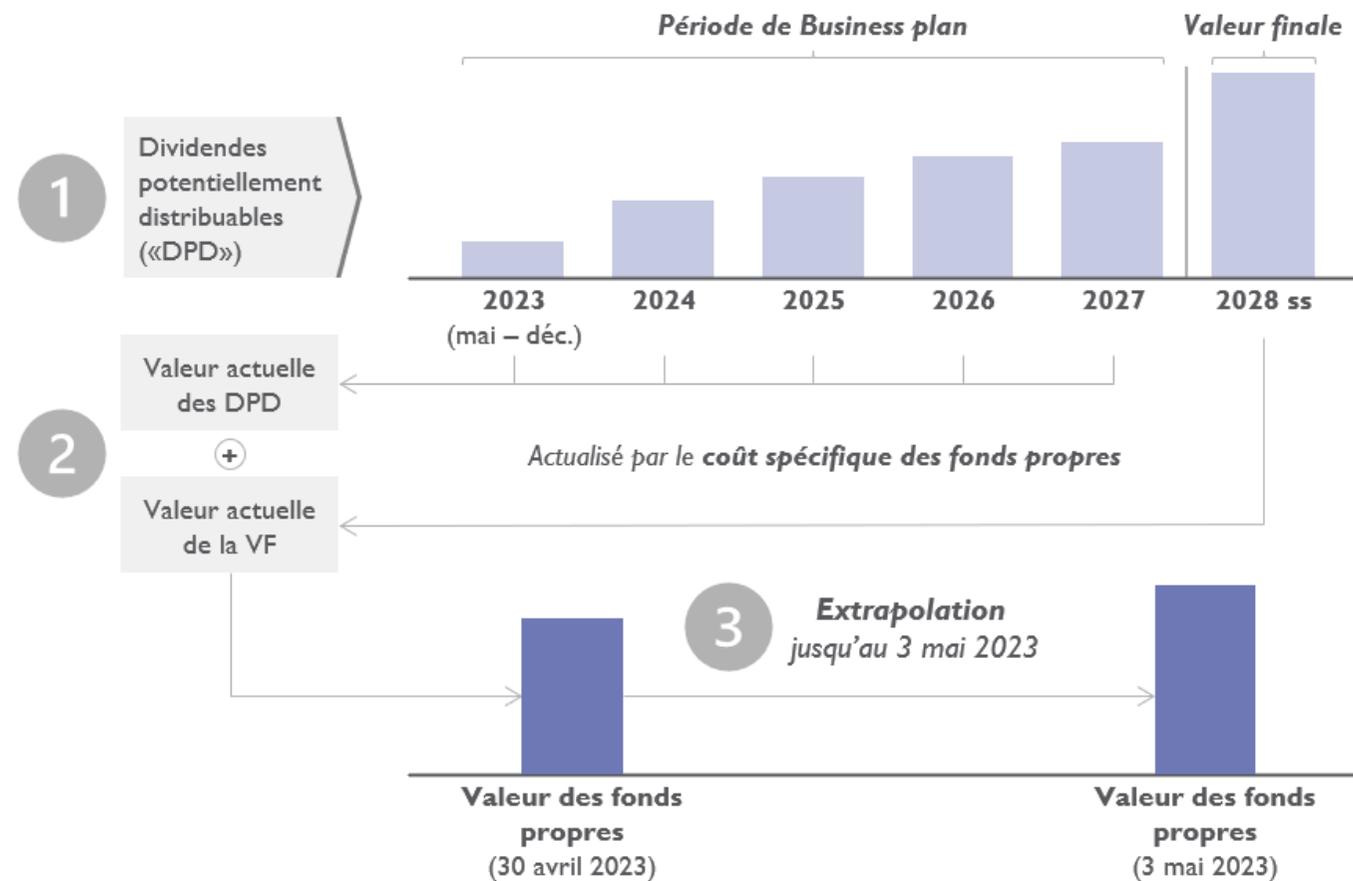
La méthode d'évaluation DDM appliquée est conforme aux principes théoriques de finance d'entreprise ainsi qu'aux bonnes pratiques en matière d'évaluation de sociétés de services financiers. Les flux de trésorerie estimés et évalués dans le cadre d'une évaluation DDM correspondent aux dividendes potentiellement distribuables, qui font référence au versement maximum possible de dividendes qui ne viole ni les exigences en matière de liquidité, ni celles de capital. La valeur des fonds propres d'une société de services financiers est obtenue en actualisant les dividendes potentiellement distribuables attendus avec le coût des fonds propres à la date d'évaluation définie. En divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions correspondant, on obtient la valeur par action de la société de services financiers.

Détermination de la valeur des fonds propres

Selon la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur des fonds propres au 3 mai 2023, le jour précédant l'annonce préalable, est déterminée comme suit:

- 1 Les dividendes potentiellement distribuables attendus jusqu'à l'exercice 2027 sont déterminés sur la base du *business plan* fourni par la Direction de GAM. Pour prendre en compte la période postérieure à la période couverte par le *business plan*, la valeur future des dividendes potentiellement distribuables après l'exercice 2027 est calculée (valeur finale ou *terminal value*, «VF»).
- 2 Les dividendes potentiellement distribuables attendus au cours de la période couverte par le *business plan* et la valeur finale sont ensuite actualisés au 30 avril 2023 en appliquant le coût spécifique des fonds propres pour GAM. Il en résulte la valeur des fonds propres au 30 avril 2023.
- 3 La valeur des fonds propres au 30 avril 2023 est ensuite extrapolée à la date d'évaluation pertinente et divisée par le nombre d'actions en circulation pour déterminer la valeur par action de GAM au 3 mai 2023.

L'illustration ci-dessous résume la détermination de la valeur des fonds propres de GAM au 3 mai 2023:

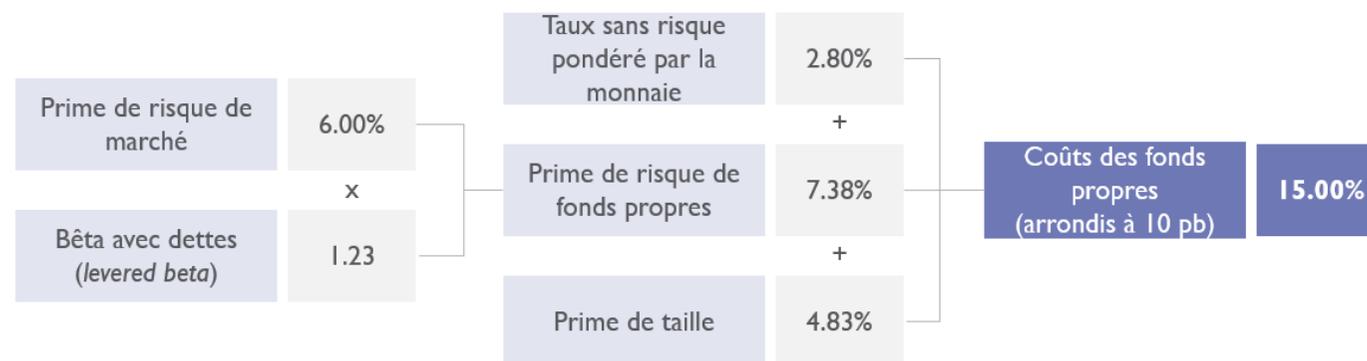


La valeur des fonds propres obtenue est divisée par le nombre d'actions en circulation afin de calculer la valeur par action de GAM au 3 mai 2023.

Détermination du coûts des fonds propres de GAM

L'illustration ci-dessous résume le calcul du coût des fonds propres de GAM:

Détermination du coût des fonds propres de GAM au 30 avril 2023:³³



³³ Pour plus de détails, voir l'Annexe (chapitre 5.1).

3.2.2 Business plan

Notre évaluation est basée sur le *business plan* approuvé par le CA de GAM

Les dividendes potentiellement distribuables attendus pour les exercices 2023 à 2027 sont basés sur le *business plan* approuvé par le CA de GAM le 3 mars 2023. Les hypothèses concernant les valeurs durables constituent la base de calcul de la valeur finale et ont été confirmées par la Direction de GAM. Les valeurs moyennes des hypothèses relatives aux principaux facteurs de création de valeur sont indiquées dans le tableau ci-dessous:

Aperçu des principales hypothèses concernant la période couverte par le *business plan* et la valeur finale

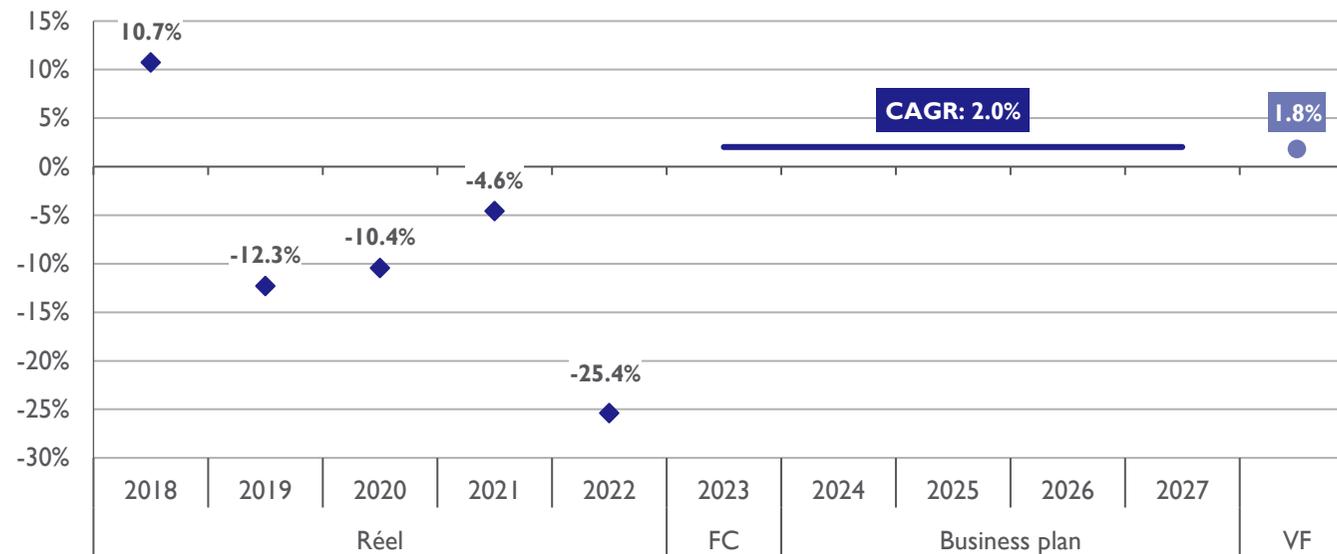
Principales hypothèses pour la période couverte par le <i>business plan</i> et la valeur finale	Exercice 2018 - Exercice 2022	Exercice 2023 - Exercice 2027	Valeur finale
Croissance des AuM (CAGR, AuM moyens)	-13.5%	2.0%	1.8%
Marge moyenne totale sur les frais et commissions (pb)	23.2	24.0	26.1
Marge opérationnelle moyenne	-0.8%	-3.2%	15.5%

Sources: Rapports de gestion et informations de la Direction de GAM, analyse IFBC.

Nous avons évalué et comparé les informations et hypothèses présentées par la Direction de GAM d'un point de vue indépendant. Aucune comparaison avec des sociétés comparables n'est effectuée, car le *business plan* représente un scénario de redressement de la situation, c'est-à-dire que le *business plan* vise à inverser les tendances négatives actuelles et à retrouver des résultats opérationnels stables d'ici à la fin de la période couverte par le *business plan*. Par conséquent, les valeurs des hypothèses clés ne sont pas comparables aux prévisions des analystes à l'égard d'autres gestionnaires d'actifs qui ne se trouvent pas dans une situation de redressement. Les principales hypothèses sont décrites plus en détail ci-dessous:

Hypothèses concernant la croissance des AuM

Taux de croissance historiques et prévus pour les AuM moyens de GAM



Sources: Rapports de gestion et informations de la Direction de GAM.

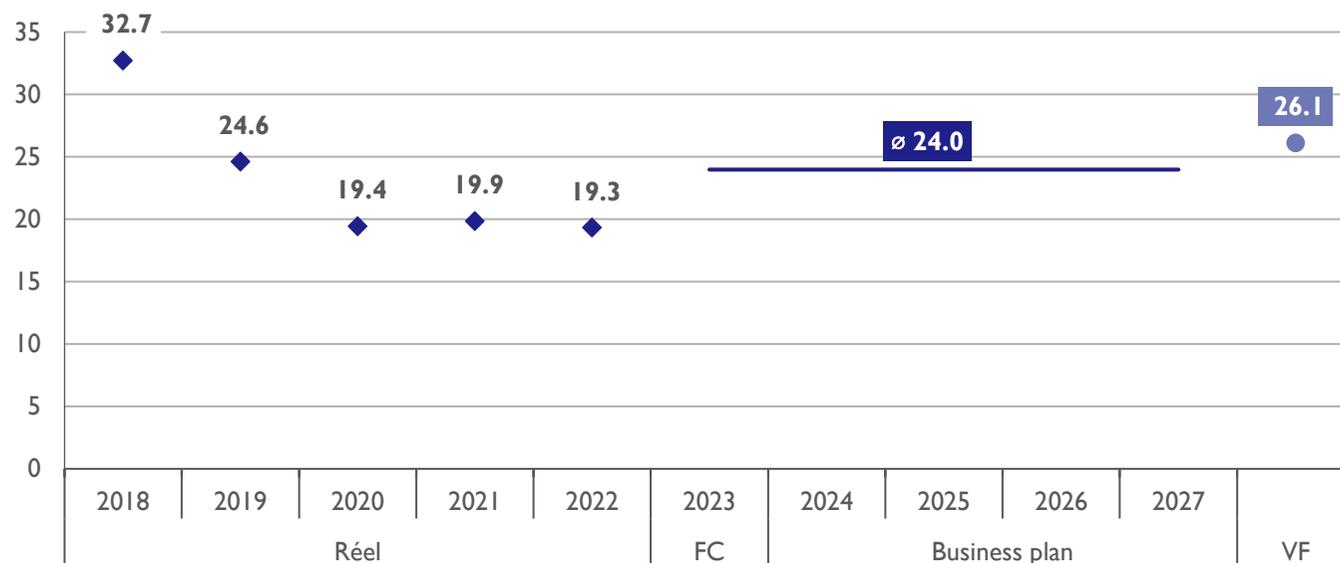
À la suite de la suspension d'un cadre dirigeant chargé des investissements en 2018, les AuM de GAM ont diminué significativement au cours des années qui ont suivi. La reprise a été entravée par les effets du COVID-19 sur les marchés, la liquidation par GAM de son fonds GAM Greensill Supply Chain Finance Fund, qui a entraîné de nouvelles sorties de capitaux (voir également le chapitre 2.3), ainsi que les conséquences de la guerre en Ukraine sur les marchés. La Direction de GAM estime que cette tendance pourra être inversée au cours de la période couverte par le *business plan* et que les taux de croissance positifs des AuM seront à nouveau atteints. Un CAGR de 2.0% est prévu, en moyenne, pour la période couverte par le *business plan*.

La croissance des AuM moyens prises en compte dans le calcul de la valeur finale correspond aux prévisions d'inflation à long terme pondérées en fonction de la monnaie³⁴.

³⁴ Calcul basé sur une répartition durable des produits et des charges. Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, avril 2023.

Hypothèses concernant la marge totale sur les frais et commissions

Marge totale sur les frais et commissions historique et prévue (pb)



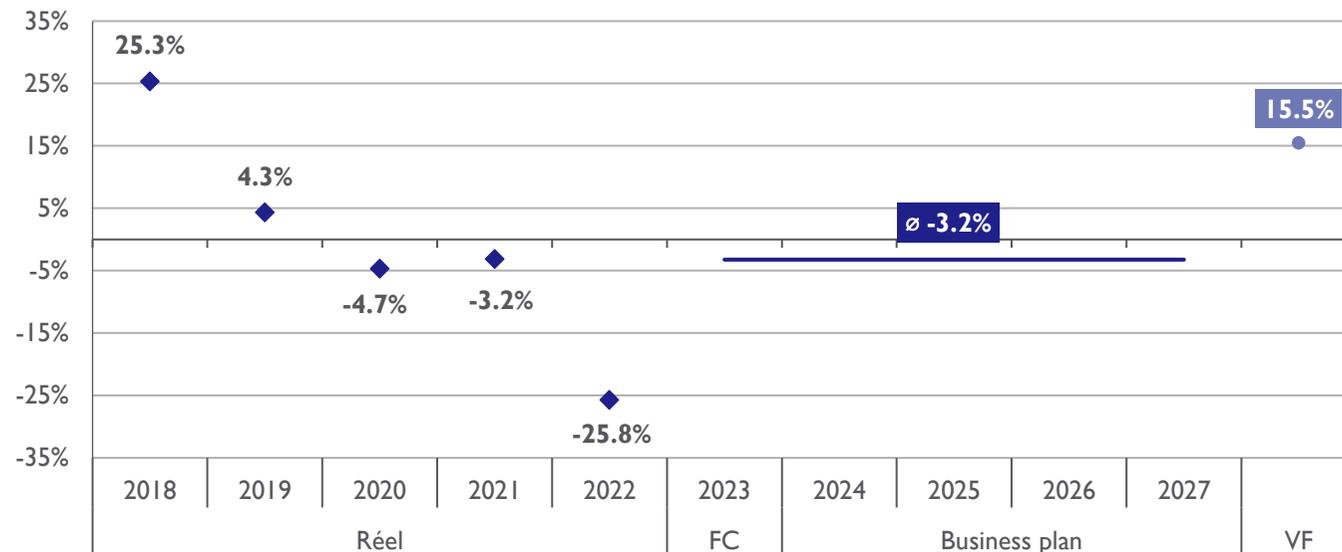
Sources: Rapports de gestion et informations de la Direction de GAM.

Parallèlement à la baisse des AuM, la marge totale sur les frais et commissions diminue depuis 2018. La Direction de GAM s'attend à un rétablissement de la marge totale sur les frais et commissions sur la période couverte par le *business plan*. La marge moyenne prévue sur les frais et commissions à compter de l'exercice 2023 jusqu'à l'exercice 2027 est de 24.0 pb. Par conséquent, la marge moyenne totale sur les frais et commissions devrait être inférieure aux niveaux observés au cours de l'exercice 2019, et sensiblement inférieure aux niveaux atteints avant la suspension du cadre dirigeant chargé des investissements durant l'exercice 2018.

Après l'exercice 2027, la Direction prévoit une marge totale durable sur les frais et commissions de 26.1 pb. Cette prévision repose sur une évolution de la gamme de produits vers des produits à marge plus élevée au sein du secteur de la gestion d'actifs, selon la Direction de GAM. Toutefois, la marge totale durable sur les frais et commissions devrait être inférieure aux niveaux historiques observés au cours de l'exercice 2018.

Hypothèses concernant la marge opérationnelle

Marge opérationnelle historique et prévue



Sources: Rapports de gestion et informations de la Direction de GAM.

Le recul des AuM et du total des frais et commissions n'a pas pu être compensé ces dernières années par une réduction du personnel et des autres charges, entraînant une marge opérationnelle négative dès l'exercice 2020, avec un niveau historiquement bas de -25.8% pour l'exercice 2022. La Direction de GAM s'attend à un rétablissement de la marge opérationnelle entre les exercices 2023 et 2027. Toutefois, la marge opérationnelle devrait être négative en moyenne sur la période couverte par le *business plan* (-3.2%). Selon la Direction de GAM, l'amélioration de la marge opérationnelle est due à la reprise des revenus issus des frais de gestion ainsi qu'à des gains d'efficacité, notamment en tirant parti de la nouvelle plateforme opérationnelle en cours de mise en place.

La Direction de GAM estime qu'une marge opérationnelle durable de 15.5% peut être atteinte à long terme. Sur la période couverte par le *business plan*, la marge opérationnelle durable devrait être nettement supérieure à la marge opérationnelle moyenne de -3.2%. La condition préalable est la réalisation réussie du redressement.

Impôts

Sur la base des prévisions de la Direction, un taux d'imposition durable de 25.0% sera appliqué après la période couverte par le *business plan*.

Détermination des dividendes potentiellement distribuables attendus

Les dividendes potentiellement distribuables attendus sont déterminés sur la base de la situation de trésorerie et du capital de GAM au cours de la période couverte par le *business plan* et au-delà. Les exigences réglementaires ainsi que les objectifs internes en matière de liquidité et de fonds propres sont définies comme des seuils qui doivent être respectés avant qu'un dividende ne puisse être versé:

- En ce qui concerne la situation de trésorerie, l'ensemble des exigences réglementaires en matière de liquidités et des objectifs de trésorerie internes définit le montant minimum de liquidités qui doit être disponible à tout moment. Seule les liquidités dépassant cet objectif peuvent être distribuées.
- Les exigences internes en matière de fonds propres du groupe, qui vont au-delà des exigences réglementaires en matière de fonds propres de GAM, doivent être remplies pour que GAM puisse distribuer un dividende potentiel escompté dans le cadre de l'évaluation DDM.

Comme décrit ci-dessus, le présent *business plan* représente un scénario de redressement. Si le redressement peut être réalisé avec succès, des dividendes potentiellement distribuables seront à nouveau disponibles après la période de planification détaillée. Le dividende durable potentiellement distribuable est déterminé sur la base d'un ratio de distribution³⁵ qui tient compte de la croissance perpétuelle des besoins en fonds propres du groupe GAM, c'est-à-dire qu'une partie du bénéfice net généré doit être conservée pour répondre à l'exigence croissante en fonds propres du groupe. En raison des exigences de fonds propres du groupe, le ratio de distribution durable sera atteint d'ici à l'exercice 2033. Nous appliquons ainsi un modèle de valeur finale en deux étapes, qui prend en considération un ratio de distribution moyen de 83.7% entre l'exercice 2028 et l'exercice 2032, et un ratio de distribution durable de 95.1% par la suite.

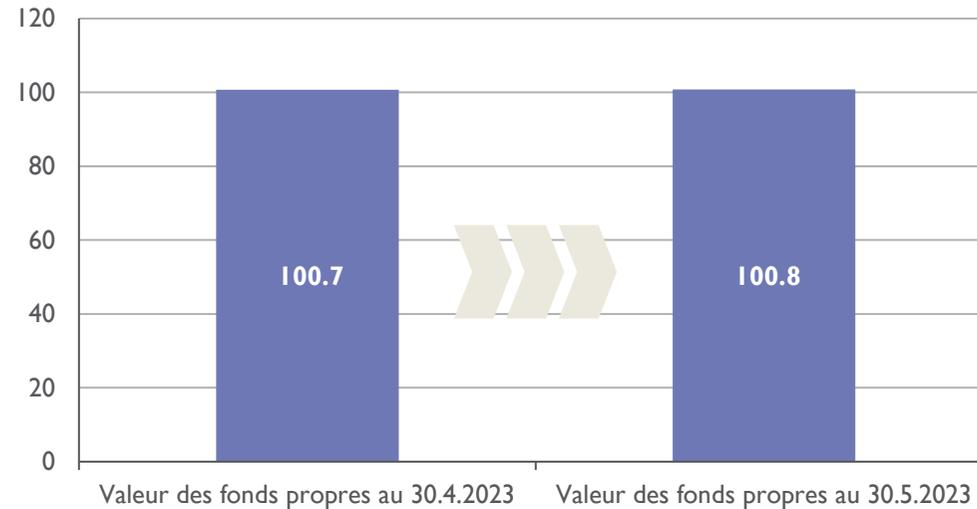
Détermination de la valeur des fonds propres

En actualisant les dividendes potentiellement distribuables attendus sur la période couverte par le *business plan* ainsi que la valeur finale avec un coût des fonds propres de 15.00%³⁶, on obtient une valeur des fonds propres de CHF 100.7 millions au 30 avril 2023. La valeur des fonds propres de GAM est extrapolée à la date d'évaluation. Il en résulte une valeur des fonds propres de CHF 100.8 millions au 3 mai 2023.

³⁵ Ratio de distribution = dividende distribuable/bénéfice net.

³⁶ Cf. Annexe 5.I pour les détails relatifs au calcul du coût des fonds propres.

Détermination de la valeur des fonds propres de GAM au 3 mai 2023 (en millions de CHF)



Source: IFBC.

Calcul de la valeur par action en CHF

Au 3 mai 2023, un total de 159'682'531 actions GAM ont été émises. Selon la Direction de GAM, les actions propres (476'093 détenues par GAM et 900'856 détenues par le Employee Benefit³⁷ Trust) seront utilisées pour des paiements fondés sur des actions et, à terme, seront intégrées à la fraction librement négociable (*free float*) des actions de GAM. Par conséquent, le nombre d'actions propres n'est pas déduit du nombre d'actions émises. En outre, les obligations en cours dans le cadre du plan d'actionnariat seront financées par des actions existantes, c'est-à-dire qu'aucune augmentation de capital n'est prévue pour satisfaire à ces obligations. Nous prenons donc en considération l'ensemble des 159'682'531 actions nominatives émises au 3 mai 2023 dans notre évaluation. En divisant la valeur des fonds propres au 3 mai 2023 par ce nombre d'actions, on obtient une valeur par action de CHF 0.63.

³⁷ Source: Direction de GAM.

Analyses de sensibilité relatives à la valeur par action de GAM au 3 mai 2023 (en CHF)

		Coûts des fonds propres				
		15.50%	15.25%	15.00%	14.75%	14.50%
Marge nette sur les frais et commissions	28 pb	0.65	0.67	0.69	0.71	0.73
	27 pb	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70
	26 pb	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67
	25 pb	0.57	0.58	0.60	0.62	0.64
	24 pb	0.54	0.55	0.57	0.59	0.61

		Coûts des fonds propres				
		15.50%	15.25%	15.00%	14.75%	14.50%
Marge opérationnelle durable	16.5%	0.64	0.66	0.68	0.70	0.72
	16.0%	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70
	15.5%	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67
	15.0%	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65
	14.5%	0.55	0.56	0.58	0.60	0.62

Les analyses de sensibilité examinent l'impact des variations de la marge nette sur les frais et commissions, de la marge opérationnelle durable et du coût des fonds propres sur la valeur par action de GAM.

Une variation du coût des fonds propres de ± 50 pb et une modification de la marge totale sur les frais et commissions de ± 2 pb dans la valeur finale donnent une fourchette de valeur comprise entre CHF 0.54 et CHF 0.73.

Une variation du coût des fonds propres de ± 50 pb et une variation de la marge opérationnelle durable de ± 100 pb donnent une fourchette de valeur par action de GAM comprise entre CHF 0.55 et CHF 0.72.

Source: IFBC.

Résumé

- La méthode d'évaluation DDM pour déterminer la valeur des fonds propres est reconnue comme étant la meilleure pratique pour évaluer les entreprises de services financiers. En particulier dans le cas présent, où la société est en cours de redressement, l'approche d'évaluation DDM est la méthode d'évaluation la plus fiable puisqu'elle prend en considération les circonstances particulières de la société.
- Les hypothèses concernant la détermination des dividendes potentiellement distribuables attendus reposent sur le *business plan* approuvé par le CA le 3 mars 2023 et les informations de la Direction y relatives.
- Un coût des fonds propres de 15.00% est utilisé pour l'évaluation.
- La valeur par action en résultant au 3 mai 2023 est de CHF 0.63.
- L'analyse de sensibilité conduit à une fourchette de valeur par action de CHF 0.54 à CHF 0.73.

3.3 Évaluation par les multiples

Les évaluations basées sur les *trading multiples* et les *transaction multiples* sont utilisées pour vérifier la valeur par action résultant de l'évaluation DDM.

Évaluation basée sur les *trading multiples*

Pour l'évaluation basée sur les *Trading Multiples*, un *peer group* formé de sociétés cotées comparables a été défini.³⁸ Le rapport entre capitalisation boursière et AuM («*PAuM multiple*») constitue le multiple le plus établi pour évaluer les sociétés de gestion d'actifs.³⁹ Toutefois, en raison du modèle d'affaires de GAM, 69% de ses AuM moyens sont attribués dans le domaine des services de gestion de fonds pour lesquels une très faible marge sur les frais de gestion d'environ 4 pb est générée. Les autres gestionnaires d'actifs du groupe de pairs (*peer group*) génèrent des marges de frais de gestion plus comparables à celles du secteur de la gestion d'actifs de GAM (51.0 pb pour l'exercice 2022). L'application d'un *PAuM multiple*, qui se fonderait sur des marges de frais de gestion plus élevées, sur la totalité des AuM de GAM, aboutirait ainsi à une forte surestimation de la valeur des fonds propres de GAM. En raison d'un manque de comparabilité dans le secteur des services de gestion de fonds, il n'a pas été possible de déduire un *PAuM multiple* séparé pour chacun des deux secteurs d'activité. Nous renonçons par conséquent à une évaluation de GAM à l'aide d'un *PAuM multiple*.

Pour tenir compte des différences de marge sur les frais de gestion dans le cadre de l'analyse basée sur les multiples, GAM est évaluée sur la base d'un multiple cours/bénéfices («*P/E multiple*»), rapport entre capitalisation boursière et bénéfice net). GAM étant actuellement déficitaire, l'application d'un *P/E multiple* sur le bénéfice net courant n'est pas possible. Cependant, la Direction de GAM a préparé un *business plan* qui prévoit un redressement. L'utilisation d'un *P/E multiple* ne donnera donc un résultat utile que s'il est appliqué au bénéfice net qui devait être généré après la réussite du redressement. Nous avons par conséquent déterminé un *P/E multiple* durable sur la base des valeurs historiques du *peer group*. Les *P/E multiple* historiques sont calculés sur la base des capitalisations boursières et des bénéfices nets des sociétés comparables (*peer group*) à la fin de l'année civile 2018 jusqu'à l'année civile 2022, ainsi que sur les douze derniers mois (last twelve months, «LTM») précédant le 30 avril 2023.

L'évaluation basée sur les *trading multiples* tient compte des différences relatives dans les primes de taille implicite. Le *P/E multiple* durable ajusté en fonction de la taille qui en résulte est appliqué sur le bénéfice net que GAM

³⁸ Voir le chapitre 5.3 de l'Annexe pour un aperçu détaillé des sociétés comparables sélectionnées pour l'analyse basée sur les *trading multiples*.

³⁹ Voir M. Bigelli & F. Manuzzi, *The valuation of asset management firms*. Corporate Ownership & Control, 16(4), 103-110 (2019).

s'attend à atteindre à la fin de la période couverte par le *business plan* (exercice 2027), ce qui donne une valeur des fonds propres pour GAM à décembre 2027.

Cette valeur est actualisée au coût des fonds propres pour obtenir la valeur des fonds propres de GAM au 3 mai 2023. La valeur des fonds propres est ensuite divisée par le nombre actuel d'actions pour aboutir à la valeur par action. L'évaluation basée sur les *trading multiples* aboutit à une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 0.62 et CHF 1.07, avec une valeur médiane par action de CHF 0.77 au 3 mai 2020.

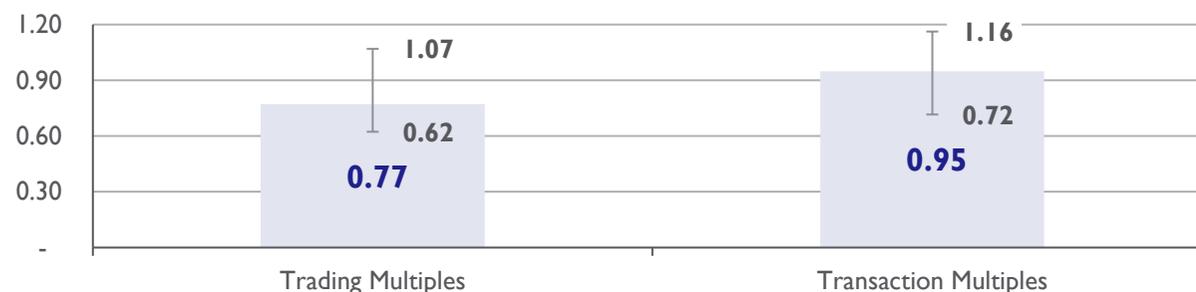
Évaluation basée sur les *transaction multiples*

Dans le cadre de l'analyse des *transaction multiples*, la valeur des fonds propres de GAM est déterminée sur la base de transactions comparables de sociétés comparables en Europe occidentale et aux États-Unis. Dans ce contexte, des transactions d'entreprises réalisées entre le 1^{er} janvier 2014 et le 30 avril 2023 ont été analysées et les *P/E multiples*⁴⁰ de ces transactions comparables ont été utilisés pour évaluer GAM. Les *P/E multiples* appliqués sont ajustés pour tenir compte des différences relatives dans les primes de taille implicite, ce qui donne un *transaction multiple ajusté* en fonction de la taille.⁴¹

Comme pour les *trading multiples*, les *transaction multiples* sont appliqués sur le bénéfice net que GAM prévoit de réaliser à la fin de la période couverte par le *business plan* (exercice 2027). Après actualisation de la valeur des fonds propres obtenue à la date d'évaluation, la valeur par action est calculée selon la même méthode que celle décrite ci-dessus pour les *trading multiples*. Il en résulte une valeur par action de CHF 0.95, avec une fourchette de valeur comprise entre CHF 0.72 et CHF 1.16.

Évaluation fondée sur des multiples P/E

Valeur par action de GAM au 3 mai 2023, selon les analyses multiples (en CHF)



La fourchette définie correspond à la fourchette interquartile (quartile 25% à quartile 75%).

Sources: Refinitiv Eikon, analyse IFBC.

⁴⁰ *Multiples* déterminés par Refinitiv Eikon.

⁴¹ Voir la section 5.4 pour un aperçu détaillé des transactions sélectionnées.

Bien que seules des sociétés comparables actives dans la gestion d'actifs aient été choisies, les modèles d'affaires et situations individuelles des sociétés du *peer group* peuvent différer fortement. IFBC considère toutefois que la pertinence des résultats tirés des *trading multiples* et des *transaction multiples* est limitée, dans la mesure où ils ne reflètent pas correctement le cas de GAM dans son redressement. Par conséquent, l'évaluation DDM est la méthode la plus fiable pour déterminer la valeur par action de GAM.

Résumé

- Des évaluations basées sur les *trading multiples* et *transaction multiples* ont été effectuées afin de vérifier l'évaluation DDM.
- L'évaluation basée sur les *trading multiples* aboutit à une valeur moyenne par action comprise entre CHF 0.62 et CHF 1.07 au 13 décembre 2021 (valeur médiane CHF 0.77).
- En appliquant le *transaction multiple*, on obtient une valeur par action de CHF 0.95 avec une fourchette de CHF 0.72 à CHF 1.16.
- IFBC considère que la pertinence des évaluations par les multiples est limitée puisque tant les modèles d'affaires que la situation spécifique de GAM, confrontée à un redressement ardu, sont très différents de ceux des sociétés du *peer group*.

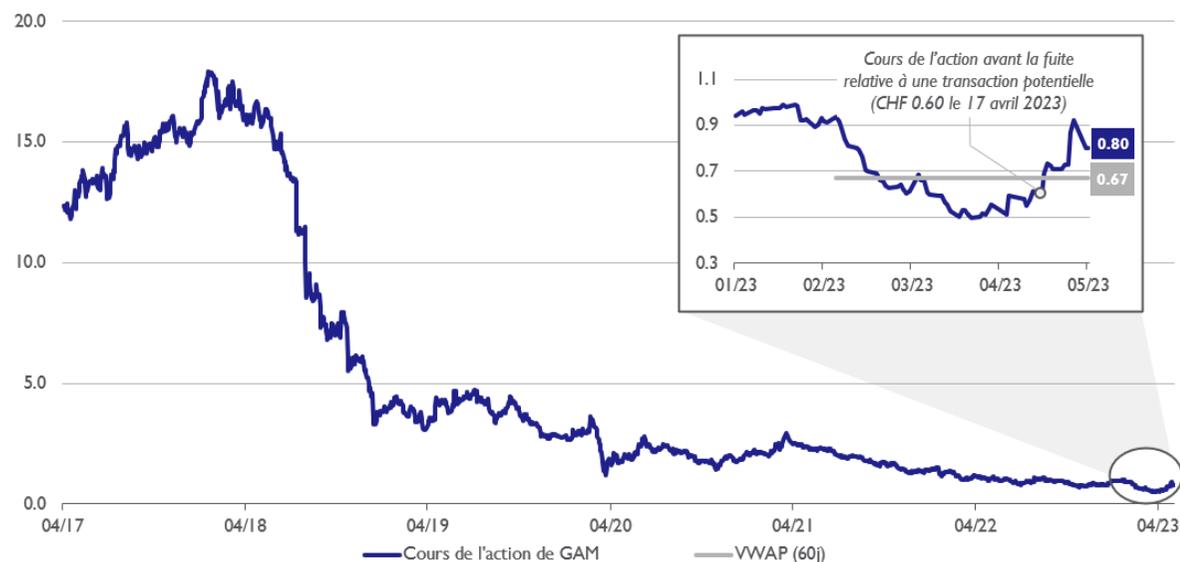
3.4 Analyse du cours de l'action et prévisions des analystes

Évolution du cours de l'action

Entre avril 2017 et le 3 mai 2023, le cours le plus élevé de l'action, soit CHF 17.92, a été atteint en janvier 2018. À la suite de la suspension d'un cadre dirigeant chargé des investissements, le cours de l'action GAM a commencé à chuter durant l'exercice 2018 et n'a plus récupéré depuis. À la fin de l'exercice 2019, les actions de GAM étaient négociées à CHF 2.80 et ont continué de chuter lors de la correction du marché causée par le COVID-19. Le cours de l'action le plus bas de la période présentée dans le graphique ci-dessous a été atteint le 24 mars 2023 et était inférieur de 97.2% (CHF 0.50) au cours de l'action le plus élevé de la période.

À la suite d'une fuite au sujet de la transaction potentielle, le cours de l'action GAM a fait l'objet de fluctuations importantes durant la seconde moitié d'avril 2023. Le cours de clôture de l'action GAM au 17 avril 2023, jour précédant la fuite relative à la transaction potentielle, était de CHF 0.60 et a augmenté à CHF 0.80 le 3 mai 2023. Le VWAP sur les 60 derniers jours de bourse au 3 mai 2023 était de CHF 0.67⁴².

Évolution du cours de l'action GAM depuis avril 2017 (en CHF)



Source: Refinitiv Eikon.

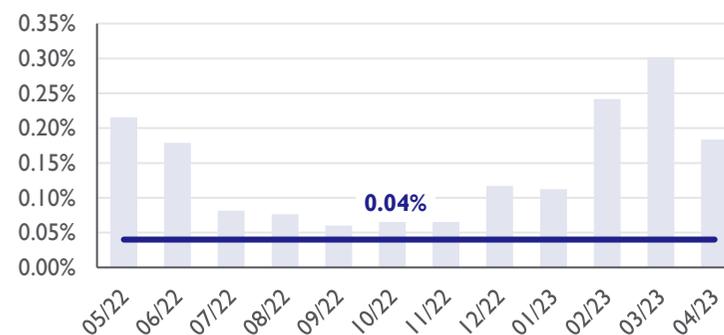
⁴² Source: SIX Swiss Exchange.

Analyse de la liquidité

En vertu de la législation en matière d'offres publiques d'acquisition en vigueur, les actions de sociétés qui font partie du Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides. Par ailleurs, les titres qui ne font pas partie du Swiss Leader Index («SLI») sont qualifiés de liquides «si, durant 10 des 12 mois précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien d'un titre a été d'au moins 0.04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)». ⁴³ Étant donné que les actions de GAM ne font pas partie du SLI, la liquidité de ces titres est évaluée sur la base d'une analyse du volume des transactions.

Comme indiqué dans le graphique à droite, le volume de transactions médian des actions GAM pendant les douze mois précédant la publication de l'offre est supérieur au seuil applicable pour tous les mois. Par conséquent, les actions GAM sont considérées comme liquides du point de vue du droit suisse des offres publiques d'acquisition. Le cours de l'action GAM est par conséquent un point de référence valable pour l'évaluation de l'adéquation financière du prix implicite offert.

Valeurs médianes mensuelles du nombre d'actions GAM négociées en pourcentage du *free float*



Source: Refinitiv Eikon, SIX, analyse IFBC.

⁴³ Cf. Commission des OPA : Circulaire COPA n° 2 Liquidité au sens du droit des OPA, 26 février 2010.

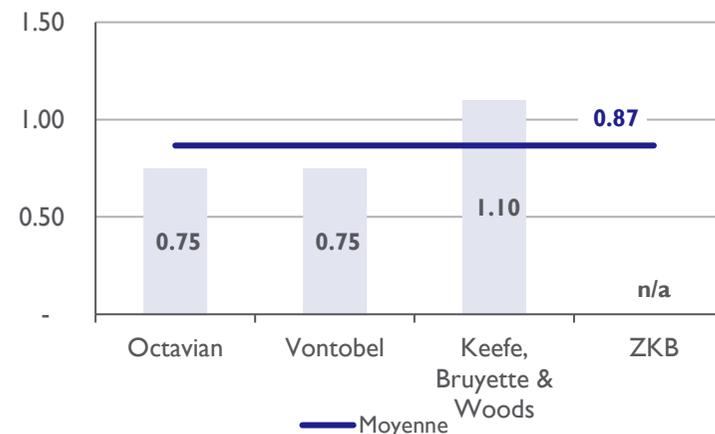
Objectifs de cours des analystes

Actuellement, 4 analystes couvrent GAM. Les objectifs de cours ont été mis à jour pour la dernière fois entre octobre 2022 et janvier 2023 et vont de CHF 0.75 à CHF 1.10. L'objectif de cours médian s'élève à CHF 0.87.

Avec CHF 0.6723, l'offre est inférieure de 22.4% à la moyenne des objectifs de cours des analystes financiers.

Les objectifs de cours des analystes ayant été déterminés avant la publication des résultats financiers pour l'exercice 2022, ils ne reflètent pas toute la difficulté de la situation à laquelle GAM fait face. Les objectifs de cours des analystes ne sont donc pas un indicateur fiable de la valeur par action de GAM au 3 mai 2023.

Objectifs de cours par action des analystes (en CHF)



Sources: Rapports des analystes.⁴⁴

Résumé

- Conformément aux exigences du droit suisse des offres publiques d'acquisition applicable, les actions GAM sont liquides. Le cours de l'action est donc pris en compte dans la *Fairness Opinion* en vue de l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre.
- Le dernier jour de bourse précédant l'annonce d'une éventuelle acquisition par l'offrant (3 mai 2023), le cours de clôture de l'action était de CHF 0.80. Le VWAP était de CHF 0.67 à cette date et il correspond au prix implicite offert.
- Le prix implicite offert est inférieur au cours de l'action GAM au 3 ^{mai} 2023, mais supérieur au cours de l'action au 17 avril 2023, à savoir le jour précédant la fuite au sujet d'une transaction potentielle.
- Les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette comprise entre CHF 0.75 et CHF 1.10 avec une valeur moyenne de CHF 0.87 par action. Toutefois, le plus récent de ces objectifs de cours a été publié en janvier 2023. Par conséquent, les objectifs de cours des analystes ne reflètent pas la situation de redressement actuelle tendue de GAM et ne constituent donc pas une référence fiable pour évaluer l'offre.

⁴⁴ Octavian, Vontobel and Keefe, Bruyette & Woods: Objectifs de cours à partir d'octobre 2022 et de janvier 2023. ZKB ne publie pas d'objectifs de cours pour GAM.

Fairness Opinion GAM

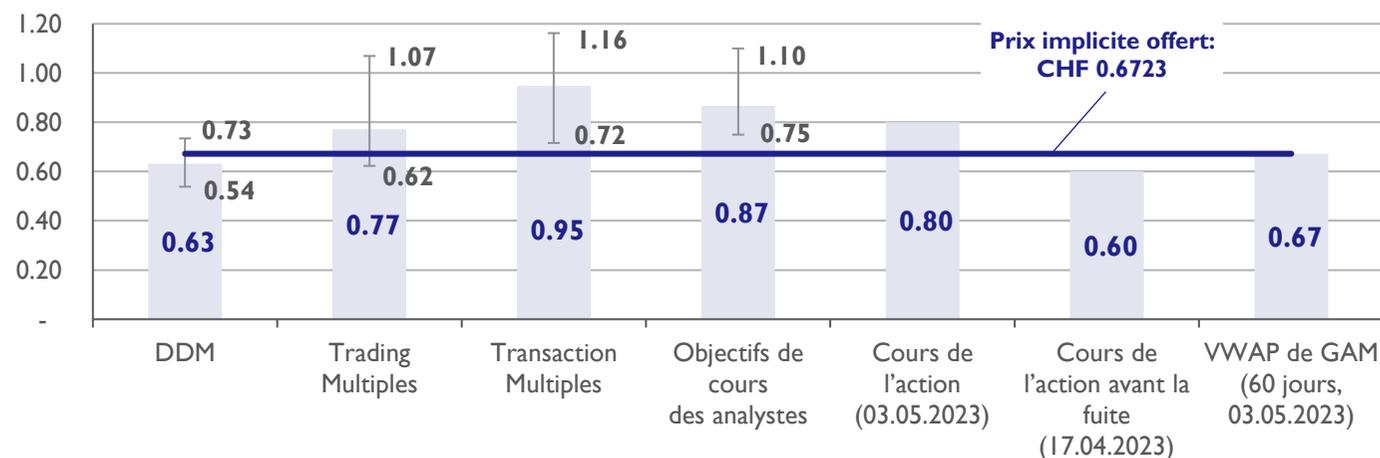
4 Conclusion

4 Conclusion

Sur la base des analyses exposées ci-dessus, IFBC parvient à la conclusion suivante concernant l'adéquation de l'offre d'échange faite par Liontrust le 4 mai 2023 pour toutes les actions en circulation de GAM:

Aperçu des résultats de l'évaluation

Aperçu des résultats de l'évaluation de GAM au 3 mai 2023 (valeur par action en CHF)



Source: IFBC.

- Conformément aux bonnes pratiques, nous avons appliqué plusieurs méthodes d'évaluation pour déterminer la valeur par action de GAM.
- Notre évaluation fondamentale aboutit à une valeur par action de CHF 0.63 avec une fourchette d'évaluation comprise entre CHF 0.54 et CHF 0.73 au 3 mai 2023. La marge totale durable sur les frais et commissions, la marge opérationnelle durable ainsi que le coût des fonds propres constituent les principaux facteurs de valeur de l'évaluation. Le résultat de l'évaluation DDM a le plus de poids dans l'évaluation de l'adéquation de l'offre, car c'est la méthode la plus fiable pour prendre en compte les circonstances spécifiques de GAM dans le cadre de l'évaluation.
- L'évaluation à l'aide de *trading multiples* aboutit à une fourchette comprise entre CHF 0.62 et CHF 1.07 par action au 3 mai 2023. L'application de *transaction multiples* donne une fourchette de valeur comprise entre CHF 0.72 et CHF 1.16 par action. Malgré la sélection minutieuse de sociétés comparables (*peer group*) et de transactions

comparables, nous considérons que l'évaluation basée sur les multiples n'a qu'une pertinence limitée, étant donné que les sociétés comparables ne reflètent pas les circonstances particulières de GAM et l'évolution prévue.

- Étant donné le volume des transactions, les actions GAM sont considérées comme liquides du point de vue du droit suisse des offres publiques d'acquisition. Par conséquent, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours peuvent être pris en compte pour évaluer l'adéquation de l'offre faite par Liontrust.
- Sur la base du cours moyen pondéré par les volumes des transactions en bourse sur les actions Liontrust au cours des 60 derniers jours de bourse, calculé le dernier jour de bourse précédant la publication de l'annonce préalable (GBP 10.19 au 3 mai 2023) ainsi que du taux de change moyen de 1.1197 au cours des 60 derniers jours de bourse, le ratio d'échange proposé correspond à un prix implicite offert de CHF 0.6723 par action GAM. L'offre représente ainsi une décote de 16.0% par rapport au cours de clôture des actions GAM avant la publication de l'offre (CHF 0.80) et correspond au VWAP de 60 jours des actions GAM (CHF 0.67). Par rapport au cours de clôture précédant la fuite relative à une transaction potentielle (CHF 0.60) au 17 avril 2023, l'offre représente une prime de 12.1%.
- Les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette comprise entre CHF 0.75 et CHF 1.10 par action, avec une moyenne de CHF 0.87. Toutefois, le plus récent de ces objectifs de cours a été publié en janvier 2023. Par conséquent, les objectifs de cours des analystes ne reflètent pas la situation de redressement actuelle tendue de GAM et ne constituent donc pas une référence fiable pour évaluer l'offre.

Evaluation finale de l'offre

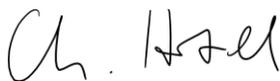
Sur la base de nos analyses et des considérations en termes de valeur ainsi que des résultats d'évaluation présentés dans le présent rapport, IFBC considère le prix offert de CHF 0.6723 par action comme étant équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion est basée sur les considérations suivantes:

1. Le prix implicite offert est étayé par l'évaluation DDM, qui fournit les résultats d'évaluation les plus fiables puisqu'elle reflète les circonstances uniques de GAM. Les autres méthodologies d'évaluation ne permettent pas de refléter le cas de redressement décrit par la Direction de GAM dans son *business plan*.
2. Le prix implicite offert se situe dans la fourchette de valeur résultant d'une évaluation basée sur les *trading multiples*.
3. Au 3 mai 2023, le prix implicite offert correspond au VWAP et est supérieur au cours de l'action GAM avant la fuite relative à une transaction potentielle.

Zurich, le 12 juin 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner

Fairness Opinion GAM

5 Annexe

5.1	Coûts des fonds propres	Page 47
5.2	Analyse du facteur bêta	Page 48
5.3	Trading multiples	Page 49
5.4	Transaction multiples	Page 50
5.5	Liste des abréviations	Page 51

5 Annexe

5.1 Coûts des fonds propres

Paramètre	Valeur	Remarque
Taux sans risque pondéré par la monnaie	2.80%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rendement des obligations d'État à 10 ans (arrondi) dans les monnaies concernées pour GAM, pondéré selon une répartition durable des produits et des charges. ■ Sources: Refinitiv Eikon.
Prime de risque de marché	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque de marché reflète la différence à long terme entre le rendement d'un portefeuille de marché et le taux sans risque. Elle reflète la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à obtenir d'un placement en actions en comparaison avec un placement sans risque. Conformément aux bonnes pratiques, une prime de risque de marché implicite durable de 6.00% est appliquée. ■ Source: IFBC.
Facteur bêta avec dettes (levered beta)	1.23	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta avec dettes mesure le risque systématique et reflète à la fois le risque opérationnel et le risque financier d'une entreprise. ■ Afin d'améliorer la signification statistique de l'analyse du facteur bêta, non seulement le facteur bêta de GAM est analysé, mais aussi le facteur bêta statistiquement significatif des sociétés du <i>peer group</i>. ■ Le facteur bêta avec dettes (<i>levered beta</i>) moyen est calculé au 30 avril 2023 (dernier jour du dernier mois précédant la date d'évaluation) sur la base des rendements hebdomadaires sur deux ans (cf. Annexe 5.2). ■ Source: Refinitiv Eikon.
Prime de risque de fonds propres	7.38%	
Prime de taille	4.83%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les données empiriques et pratiques démontrent que les petites entreprises ont des coûts des fonds propres significativement plus élevés que les entreprises à forte capitalisation boursière. ■ C'est pourquoi une prime de taille est envisagée. La prime de taille est obtenue à l'aide de méthodes statistiques basées sur la capitalisation boursière de l'entreprise. ■ Sur la base de la capitalisation boursière de GAM de USD 161 millions (au 30 avril 2023), une prime de taille de 4.83% (correspondant au 10e décile de la prime de taille déterminée par Kroll) est appliquée. ■ Source: Refinitiv Eikon et Kroll au 31 décembre 2022.
Coûts des fonds propres (arrondis à 10 pb)	15.00%	

5.2 Analyse du facteur bêta au 30 avril 2023

Société	Pays	Monnaie locale	Valeur de marché des fonds propres ¹⁾ (en millions de CHF)	Facteur bêta avec dettes aj. ²⁾
Abrdn PLC	Royaume-Uni	GBP	4'966	1.43
Affiliated Managers Group Inc	États-Unis d'Amérique	USD	7'617	1.35
Amundi SA	France	EUR	12'050	1.19
Anima Holding SpA	Italie	EUR	1'354	1.23
Artisan Partners Asset Management Inc	États-Unis d'Amérique	USD	2'053	1.31
Ashmore Group PLC	Royaume-Uni	GBP	2'012	1.26
Azimut Holding SpA	Italie	EUR	2'976	1.05
Bellevue Group AG	Suisse	CHF	479	1.04
BlackRock Inc	États-Unis d'Amérique	USD	95'528	1.33
BrightSphere Investment Group Inc	États-Unis d'Amérique	USD	947	1.09
DWS Group GmbH & Co KgaA	Allemagne	EUR	5'948	1.17
Federated Hermes Inc	États-Unis d'Amérique	USD	3'236	0.88
Franklin Resources Inc	États-Unis d'Amérique	USD	15'387	1.22
GAM Holding SA	Suisse	CHF	104	0.77
GAMCO Investors Inc	États-Unis d'Amérique	USD	354	0.90
Invesco Ltd	États-Unis d'Amérique	USD	11'489	1.29
Janus Henderson Group PLC	Royaume-Uni	USD	3'973	1.37
JTC PLC	Jersey	GBP	1'188	1.23
Jupiter Fund Management PLC	Royaume-Uni	GBP	836	1.27
Liontrust Asset Management PLC	Royaume-Uni	GBP	783	1.40
M&G PLC	Royaume-Uni	GBP	5'590	1.27
Man Group PLC	Royaume-Uni	USD	3'621	1.25
Ninety One PLC	Royaume-Uni	GBP	1'943	1.16
Polar Capital Holdings PLC	Royaume-Uni	GBP	546	0.98
Premier Miton Group PLC	Royaume-Uni	GBP	191	0.99
Schroders PLC	Royaume-Uni	GBP	8'700	1.07
T Rowe Price Group Inc	États-Unis d'Amérique	USD	23'711	1.40
Médiane			2'976	1.23

1) Sur la base du cours de clôture moyen des trois derniers mois, y compris les actions privilégiées et les participations minoritaires (valeur comptable).

2) Calculé sur la base des rendements hebdomadaires sur une période de deux ans. Source: Refinitiv Eikon.

Non pris en compte dans l'analyse en raison de l'absence de pertinence statistique.

5.3 Trading multiples – P/E multiples historiques au 30 avril 2023 (LTM) et au 31 décembre

Société	P/E multiples historiques (ajustés en fonction de la taille)					
	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22	04/23 LTM
Abrdn PLC	6.0x	20.1x	5.1x	3.5x	n/a	n/a
Affiliated Managers Group Inc	14.6x	185.2x	15.9x	8.8x	4.6x	3.9x
Amundi SA	7.4x	9.8x	9.9x	7.2x	6.8x	7.3x
Anima Holding SpA	7.1x	8.5x	6.6x	5.0x	7.8x	7.1x
Artisan Partners Asset Management Inc	4.6x	7.3x	9.0x	5.8x	6.4x	7.3x
Ashmore Group PLC	11.1x	13.9x	9.7x	8.8x	13.2x	13.2x
Azimut Holding SpA	7.6x	5.7x	4.5x	3.8x	5.1x	5.0x
Bellevue Group AG	10.6x	18.2x	13.4x	9.2x	14.2x	n/a
BlackRock Inc	9.4x	11.2x	14.4x	15.2x	13.2x	12.4x
Brightsphere Investment Group Inc	6.2x	3.1x	4.0x	1.8x	6.5x	8.1x
DWS Group GmbH & Co KgaA	8.1x	8.4x	8.5x	6.2x	6.9x	6.8x
Federated Hermes Inc	7.9x	7.9x	6.0x	9.2x	9.2x	9.7x
Franklin Resources Inc	11.6x	7.8x	7.9x	6.5x	6.9x	7.7x
GAM Holding SA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
GAMCO Investors Inc	2.8x	4.5x	5.8x	6.6x	4.4x	n/a
Invesco Ltd	5.3x	7.8x	7.2x	4.5x	6.1x	6.1x
Janus Henderson Group PLC	5.3x	7.3x	24.5x	7.7x	6.9x	7.8x
Jtc PLC	n/a	19.5x	46.0x	32.7x	23.4x	20.8x
Jupiter Fund Management PLC	6.6x	10.6x	9.7x	6.9x	11.0x	9.6x
Liontrust Asset Management PLC	12.7x	27.8x	23.4x	19.0x	8.0x	5.9x
M&G PLC	n/a	3.6x	3.0x	41.9x	n/a	n/a
Man Group PLC	7.0x	8.0x	14.2x	6.2x	4.0x	5.3x
Ninety One PLC	n/a	n/a	9.6x	9.3x	7.2x	7.7x
Polar Capital Holdings PLC	7.2x	9.2x	8.7x	11.2x	8.1x	8.8x
Premier Miton Group PLC	12.3x	16.3x	21.9x	17.1x	16.3x	13.9x
Schroders PLC	9.2x	12.6x	12.9x	10.7x	9.7x	10.5x
T Rowe Price Group Inc	8.2x	9.0x	9.2x	9.3x	10.6x	11.0x
3ème quartile	10.0x	13.9x	14.0x	10.4x	10.7x	10.3x
Médiane	7.6x	9.0x	9.4x	8.2x	7.5x	7.7x
1er quartile	6.4x	7.8x	6.8x	6.2x	6.5x	6.8x

Source: Refinitiv Eikon.

5.4 Transaction multiples au 30 avril 2023

Date	Cible	Acquéreur / investisseur	Valeur des fonds propres (100%) (en millions de CHF)	P/E multiple (ajustés en fonction de la taille)
26.07.2022	Pzena Investment Management Inc	Pzena Investment Management LLC	687	5.9x
01.04.2022	Manning & Napier Inc	Callodine Group LLC	232	9.0x
18.02.2020	Legg Mason Inc	Franklin Resources Inc	4'306	12.9x
04.09.2019	Miton Group PLC	Premier Asset Management Group PLC	113	12.8x
20.03.2018	Virgin Money Unit Trust Managers Ltd	Aberdeen Standard Investments Ltd	96	7.4x
13.03.2018	M&G PLC	Actionnaires	6'933	4.8x
04.03.2017	Aberdeen Asset Management PLC	Standard Life PLC	5'353	16.9x
03.10.2016	Janus Capital Group Inc	Henderson Group PLC	2'523	11.7x
15.05.2015	DNCA Finance SA	Natixis Global Asset Management SA	786	8.8x
23.10.2014	Equitix Holding SA	Tetragon Financial Group Ltd	269	11.4x
3ème quartile			3'860	12.5x
Médiane			737	10.2x
1er quartile			242	7.7x

Source: Refinitiv Eikon.

5.5 Liste des abréviations

AuM	Assets under management, actifs sous gestion
Actions	Actions nominatives de GAM d'une valeur nominale de CHF 0.05
CA	Conseil d'administration
CAGR	Compound annual growth rate, taux de croissance annuel composé
CHF	Franc suisse
DDM	Dividend discount model, modèle d'actualisation des dividendes
DPD	Dividendes potentiellement distribuables
ESG	Environnement, social, gouvernance
ÉTATS-UNIS	États-Unis
EUR	Euro
FC	Forecast
GAM ou la société	GAM Holding SA
GBP	Great British Pound
IFBC	IFBC AG
Julius Baer	Julius Baer Groupe SA

KPI	Key performance indicators (indicateurs de performance clés)
Liontrust ou l'offrant	Liontrust Asset Management Plc
LTM	Last twelve months, douze derniers mois
Pb	Points de base
<i>P/AuM multiple</i>	Le rapport entre capitalisation boursière et AuM
<i>P/E multiple</i>	Le rapport entre la capitalisation boursière et le bénéfice net
Offre	Offre volontaire d'échange de Liontrust portant sur toutes les actions nominatives de GAM
Ratio d'échange	0.0589 actions Liontrust en échange d'une action de GAM
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
UE	Union européenne
USD	US Dollar
Valeur finale, VF	Valeur future des dividendes potentiellement distribuables après l'exercice 2027
VWAP	Volume-weighted average price, prix moyen pondéré par le volume

