

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES BONS D'ACQUISITION D'ACTIONS
REMBOURSABLES DE LA SOCIETE CEGID GROUP S.A.

INITIEE PAR

CLAUDIUS FRANCE



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des Marchés financiers (l' « **AMF** »), l'AMF a apposé le visa n° 16-347 en date du 26 juillet 2016 sur la présente note d'information en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Cegid Group S.A. et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié si « le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni l'approbation de l'opportunité de l'opération, ni l'authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble SAS, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Cegid Group S.A. (<http://www.cegid.com>) et peut être obtenue sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Cegid Group S.A. seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre	5
1.2	Contexte et motifs de l'Offre	6
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre	6
1.3.1	<i>Seuil de caducité</i>	6
1.3.2	<i>Ajustement du prix offert par action dans le cadre de l'Offre</i>	7
1.3.3	<i>Autorisation au titre du contrôle des concentrations</i>	8
1.4	Procédure et Calendrier Indicatif de l'Offre	8
1.4.1	<i>Procédure d'apport à l'Offre</i>	8
1.4.2	<i>Centralisation des ordres</i>	9
1.4.3	<i>Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison</i>	9
1.4.4	<i>Réouverture de l'Offre</i>	9
1.4.5	<i>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger</i>	10
1.4.6	<i>Calendrier indicatif</i>	10
2	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	11
3	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	16
4	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	16
5	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
6	AVIS DU COMITE CENTRAL D'ENTREPRISE	17
7	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	17
7.1	Contrat d'Acquisition	17
7.2	Lettre d'engagement de la Société	17
7.3	Engagements d'apport à l'Offre	17

7.4	Accord de réinvestissement	18
7.5	Contrat de prestations de services	19
8	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	19
8.1	Structure du capital de la Société	19
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	20
8.2.1	<i>Obligation de déclaration du franchissement de seuils</i>	20
8.2.2	<i>Transfert d'actions</i>	20
8.2.3	<i>Droit de vote double</i>	20
8.3	Cluses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	20
8.4	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur des actions ou des bons d'acquisition d'actions remboursables	20
8.5	Liste des détenteurs de toute action ou bon d'acquisition d'action remboursable comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20
8.6	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	21
8.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	21
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	21
8.8.1	<i>Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration</i>	21
8.8.2	<i>Modification des statuts de la Société</i>	22
8.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	22
8.10	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle	24

8.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	24
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	24

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du titre III du Livre II et, plus particulièrement des articles 232-1 et suivants et 234-2 du règlement général de l'AMF, Claudius France, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé 33, rue de Naples, 75008 Paris et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 821 096 039 (l'« **Initiateur** »), indirectement détenue à 100% par la société Claudius Luxco S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 61, rue de Rollingergrund, L-2440 Luxembourg immatriculée au Registre du commerce et des sociétés du Luxembourg (« **Luxco** »), s'est engagée irrévocablement à offrir à l'ensemble des actionnaires et porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables (BAAR) de la société Cegid Group, société anonyme de droit français, dont le siège social est situé 52, quai Paul Sédallian, 69009 Lyon, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 327 888 111 (la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (sous le code ISIN FR0000124703, mnémonique « CGD », d'acquérir, en numéraire, la totalité de leurs actions Cegid Group au prix de 61,00 euros par action (dividende détaché) et la totalité de leurs bons d'acquisition d'actions remboursables Cegid Group (BAAR) admis aux négociations sur Euronext Paris (sous les codes ISN respectifs FR0010928093 et FR0010928119) au prix de 44,25 euros par bon d'acquisition d'action remboursable dans les conditions décrites à la section 1.3 ci-après (l'« **Offre** »).

Luxco est détenue par Silver Lake et AltaOne tel que décrit à la section 1.1 de la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** »).

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en numéraire (i) la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas déjà (directement ou indirectement), seul ou de concert, représentant à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 5.654.839 actions au 11 juillet 2016 (en excluant les actions auto-détenues à l'exception de 29.498 actions auto-détenues susceptibles d'être remises en cas d'exercice des bons d'acquisition d'actions remboursables), à un prix, de 61,00 euros par action (ce prix tient compte de la mise en paiement, le 13 mai 2016, d'un dividende d'un montant de 1,25 euro par action) et (ii) la totalité des bons d'acquisition d'actions remboursables 1 et des bons d'acquisition d'actions remboursables 2 émis par la Société (qui sont ci-après désignés indifféremment les bons d'acquisition d'actions remboursables), représentant à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 29.498 bons d'acquisition d'actions remboursables à un prix de 44,25 euros par bon d'acquisition d'action remboursable.

Dans l'hypothèse où immédiatement à l'issue de l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte telle que définie à la section 1.4.4 de la présente note en réponse), les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur sollicitera la mise en œuvre d'un retrait obligatoire en application de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF et un complément de prix de 1,25 euro par action et de 1,25 euro par bon d'acquisition d'action remboursable de la Société sera versé par l'Initiateur aux actionnaires et porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables ayant apporté leurs titres à l'Offre, résultant en un prix total par action égal à 62,25 euros et un prix total par bon d'acquisition d'action remboursable égal à 45,50 euros. Ce complément de prix sera payé à tous les porteurs d'actions et de bons d'acquisition d'actions remboursables ayant apporté à l'Offre respectivement leurs actions et/ou leurs bons d'acquisition d'actions remboursables. Le complément de prix ne sera pas payé aux porteurs d'actions ou de bons d'acquisition d'actions remboursables ayant vendu leurs titres sur le marché.

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF le 11 juillet 2016. Natixis agit en qualité d'établissement présentateur de l'Offre et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF dans les conditions décrites à la section 2.4 de la Note d'Information.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Le 18 avril 2016, Claudius Finance S.à r.l. (« **Claudius Finance** »), associé unique de l'Initiateur, a conclu un contrat d'acquisition (et tel qu'amendé, le « **Contrat d'Acquisition** ») avec Groupama SA, Groupama Gan Vie et I.C.M.I., la société holding de Monsieur Jean-Michel Aulas, président du Conseil d'administration de la Société (les « **Vendeurs** »), au titre duquel Claudius Finance a accepté d'acheter aux Vendeurs via une cession de bloc hors marché, le 8 juillet 2016, 3.470.156 actions de la Société pour un prix de 62,25 euros par action (dividende attaché), correspondant à 61,00 euros par action en excluant le dividende (versé le 13 mai 2016) (l'« **Acquisition du Bloc** »).

L'Acquisition du Bloc a été réalisée le 8 juillet 2016 après la levée des conditions suspensives, et notamment les autorisations de la Commission européenne et du Service Fédéral Anti-Monopole russe.

L'annonce du projet d'Acquisition du Bloc ainsi que sa réalisation ont fait l'objet de communiqués de presse de la Société respectivement en date du 18 avril 2016 et du 8 juillet 2016.

L'Offre fait suite au franchissement à la hausse par Claudius Finance à la date de l'Acquisition du Bloc, du seuil de 30% du capital de la Société. Elle revêt donc un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Natixis, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 11 juillet 2016 le projet d'Offre auprès de l'AMF. Un avis de dépôt concernant l'Offre a été publié par l'AMF sur son site internet (<http://www.amf-france.org>) le 11 juillet 2016 sous le numéro 216C1637.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société tous leurs actions et bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société au prix de 61,00 euros par action (dividende exclus) et à un prix de 44,25 euros par bon d'acquisition d'action remboursable.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus exhaustive dans la section 2.1 de la Note d'Information de l'Initiateur.

1.3.1 Seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, un nombre d'actions représentant une fraction du capital social ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (le « **Seuil de Caducité** »).

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, qui n'interviendra seulement qu'après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et, en conséquence, les actions et les bons d'acquisition d'actions remboursables apportés à l'Offre seront restitués à leurs propriétaires, en principe dans un délai de deux jours de négociation suivant la publication de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits propriétaires.

Dans ce cas, en application de l'article L. 433-1-2 II du Code monétaire et financier, Claudius Finance serait privé, pour toute assemblée générale des actionnaires jusqu'à la date à laquelle Claudius Finance détiendrait un nombre d'actions équivalent au Seuil de Caducité, des droits de vote pour la fraction excédant 30% du capital social et des droits de vote.

1.3.2 Ajustement du prix offert par action dans le cadre de l'Offre

Dans l'hypothèse où à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote, l'Initiateur sollicitera la mise en œuvre d'un retrait obligatoire en application de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, et un complément de prix de 1,25 euro par action et de 1,25 euro par bon d'acquisition d'action remboursable de la Société sera versé par l'Initiateur, résultant en prix total par action égal à 62,25 euros et un prix total par bon d'acquisition d'action remboursable égal à 45,50 euros. Ce complément de prix sera payé à tous les porteurs d'actions et de bon d'acquisition d'action remboursable ayant apporté leurs actions et leurs bons d'acquisition d'actions remboursables à l'Offre.

Si, dans les 12 mois suivant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur ou l'un de ses affiliés dépose une offre améliorée (à l'exclusion de toute offre publique d'achat, de toute offre publique de retrait et/ou de tout retrait obligatoire couvrant un nombre d'actions de la Société représentant moins de 15% du capital social de la Société) avec un prix par action supérieur au prix par action prévu par le Contrat d'Acquisition, Claudius Finance devra verser aux Vendeurs un complément de prix payé en numéraire et égal à (A) la différence positive entre (x) le prix par action proposé dans le cadre de ladite offre améliorée visée et (y) le prix par action prévu par le Contrat d'Acquisition, multipliée par (B) le nombre d'actions transférées par les Vendeurs à Claudius Finance dans le cadre de l'Acquisition du Bloc.

Tous les actionnaires ayant apporté avec succès leurs titres à l'Offre seront en droit d'obtenir le même complément de prix que celui qui pourrait, le cas échéant, être versé aux Vendeurs en application de l'ajustement qui est décrit au paragraphe qui précède.

Si cet ajustement était mis en œuvre, l'Initiateur informerait les personnes ayant apporté leurs titres de la Société à l'Offre et préciserait la procédure de paiement de ce complément de prix. A cet effet, l'Initiateur publierait un avis financier dans les 5 jours de négociation suivant le paiement aux Vendeurs d'un éventuel complément de prix en application des mécanismes décrits ci-dessus.

Les éventuels ajustements du prix offert par action et bon d'acquisition d'action remboursable dans le cadre de l'Offre (ce inclus le complément de prix) sont décrits à la section 1.2 de la Note d'Information. Tout ajustement et les mesures de publicité s'y rapportant seront soumis à l'AMF.

1.3.3 *Autorisation au titre du contrôle des concentrations*

Au titre du contrôle des concentrations, l'Offre n'est soumise à aucune condition qui n'aurait pas déjà été satisfaite.

L'Acquisition du Bloc et l'Offre ont été approuvées (ou n'ont pas donné lieu à objection) par les autorités de concurrence de l'Union Européenne et de la Fédération de Russie.

La Commission Européenne et l'autorité russe de la concurrence, deux autorités appelées à autoriser la réalisation de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre au titre du contrôle des concentrations, ont respectivement donné leur autorisation le 30 juin 2016 et le 21 juin 2016.

1.4 **Procédure et Calendrier Indicatif de l'Offre**

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et Euronext Paris publiera un avis définissant les termes et modalités de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 30 jours de négociation. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information.

1.4.1 *Procédure d'apport à l'Offre*

Les actions et les bons d'acquisition d'actions remboursables apportés à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, telle que définie à la section 1.4.4 ci-dessous) devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété. L'Initiateur a indiqué qu'il se réservait le droit d'écarter toute action et bon d'acquisition d'action remboursable qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actions ou les bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société détenus sous forme nominative devront être convertis et détenus sous forme nominative administré ou au porteur pour pouvoir être apportés à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires détenant leurs actions ou leurs bons d'acquisition d'actions remboursables sous forme nominative sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion sous forme nominative administré ou au porteur de ces actions et de ces bons d'acquisition d'actions remboursables afin de les apporter à l'Offre. Il est précisé que la conversion au porteur des actions de la Société fera perdre à leurs détenteurs les droits de vote double qui pourraient y être attachés dès lors qu'ils seraient détenus à la forme nominative depuis plus de quatre (4) années.

Les actionnaires ou les porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société dont les actions ou les bons d'acquisition d'actions remboursables sont inscrits sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs actions ou leurs bons d'acquisition d'actions remboursables à l'Offre, devront délivrer un ordre d'apport à l'Offre de leurs actions et de leurs bons d'acquisition d'actions remboursables à leur intermédiaire financier, conformément aux formulaires standards fournis par leur intermédiaire financier au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté. Les actionnaires et les porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables Cegid Group sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

En application de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre des actions ou des bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la date de clôture de l'Offre incluse. Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre deviendront irrévocables.

Chaque intermédiaire financier doit transférer les actions ou les bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société pour lesquels il a reçu l'ordre d'apport à l'Offre.

Aucun frais ne sera remboursé ou payé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport des actions ou des bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société à l'Offre, sauf en vertu d'un accord écrit conclu avec l'Initiateur ou ses affiliées. En particulier, aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur.

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les actions et les bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société seront apportés à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre. Cette date de règlement-livraison sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Paris. Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

1.4.2 *Centralisation des ordres*

Chacun des intermédiaires financiers teneur de compte devra, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions ou les bons d'acquisition d'actions remboursables pour lesquels il aura reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de l'ensemble des ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris procédera à la centralisation de ces ordres et en communiquera le résultat de l'Offre à l'AMF.

1.4.3 *Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison*

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard 9 jours de négociation suivant la date de clôture de l'Offre et, si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de règlement-livraison.

Le règlement-livraison se fera à la suite de la réalisation des opérations de centralisation par Euronext Paris des actions ou bons d'acquisition d'actions remboursables apportés à l'Offre.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des actions ou bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre, ou le cas échéant du règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

Le transfert de propriété des actions ou des bons d'acquisition d'actions remboursables Cegid Group apportés à l'Offre interviendra à la date de règlement-livraison telle que précisée par un avis d'Euronext Paris, tous droits attachés à ces actions ou bons d'acquisition d'actions remboursables étant transférés à cette date à l'Initiateur.

1.4.4 *Réouverture de l'Offre*

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte au plus tard dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, laquelle durera au moins 10 jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).

Toutefois, si l'Initiateur de l'Offre mettait en œuvre directement le retrait obligatoire conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF dans les 10 jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre, celle-ci ne serait pas réouverte.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre initiale décrites à la section 1.4.1 de la présente note en réponse, étant toutefois précisé que tous les ordres d'apport à l'Offre seront irrévocables.

1.4.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Actionnaires étrangers

L'Initiateur a indiqué que l'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ni d'aucune approbation en-dehors de la France et aucune démarche ne sera employée afin de l'enregistrer ou de la faire approuver à l'étranger. La Note d'Information, la note en réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégal ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires ou porteurs de bons de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis et sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

La participation à l'Offre ainsi que la distribution de la présente note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales applicables dans certaines juridictions hors de France.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Par conséquent, les personnes venant à entrer en possession de la présente note en réponse doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

Information à l'attention des actionnaires situés aux Etats-Unis

L'Initiateur a indiqué que l'Offre sera réalisée aux Etats-Unis en tant qu'offre « Tier I » au titre des Sections 14(e) et 14E de l'*U.S. Securities Exchange Act* de 1934 (tel qu'amendé) (conformément à la Règle 14d-1(c) de l'*U.S. Securities Exchange Act* de 1934 (tel qu'amendé)), par ailleurs, conformément aux obligations légales et réglementaires du droit français. Les actionnaires concernés devront consulter la Note d'Information de l'Initiateur (section 2.9) pour plus de détails.

1.4.6 Calendrier indicatif

11 juillet 2016	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
11 juillet 2016	Dépôt du projet de note en réponse de la Société
26 juillet 2016	Décision de conformité de l'Offre par l'AMF
1 ^{er} août 2016	Ouverture de l'Offre
9 septembre 2016	Clôture de l'Offre

22 septembre 2016	Publication de l'avis de résultat de l'Offre initiale
23 septembre 2016	Réouverture l'Offre (sous réserve de son succès)
28 septembre 2016	Règlement-livraison de l'Offre initiale
6 octobre 2016	Clôture de l'Offre Réouverte
19 octobre 2016	Publication de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte
24 octobre 2016	Règlement-livraison de l'Offre Réouverte
2 novembre 2016	Date de la mise en œuvre du retrait obligatoire (si les conditions requises sont satisfaites)

Conformément à l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture et de clôture ainsi que les résultats de l'Offre devront être publiés par l'AMF.

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de Cegid Group s'est réuni le 7 juillet 2016, sous la présidence de Monsieur Jean-Michel Aulas, président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents ou représentés, Monsieur Jean-Michel Aulas, la société I.C.M.I. représentée par Monsieur Patrick Bertrand, Madame Elisabeth Thion, Monsieur Michel Baule, Monsieur Lucien Deveaux, Monsieur Franklin Devaux, Monsieur Jean-Luc Lenart, Monsieur Jacques Matagrín, Madame Quitterie Lenoir, Madame Florence Poivey and Madame Marie Lemarié.

Etaient absents et excusés, Monsieur Philippe Delerive et Monsieur Francis Thomine.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 7 juillet 2016 est intégralement reproduit ci-après.

« Examen du projet de note d'information de Claudius France, du rapport de l'expert indépendant sur la valorisation des actions et des bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société dans le cadre du projet d'offre publique, du rapport du Comité Central d'Entreprise et du projet de note en réponse au projet d'offre publique, afin de, pour le conseil d'administration, rendre un avis motivé sur l'intérêt du projet d'offre publique pour la Société, ses actionnaires et ses salariés

- **Recommandation initiale sur le projet d'offre publique d'achat**

*Le Président rappelle que le conseil d'administration s'était réuni une première fois le 18 avril 2016 afin de prendre connaissance du projet d'offre publique d'achat obligatoire visant 100% des actions de Cegid Group, au prix de 62,25 euros par action (dividende attaché) et l'intégralité des bons d'acquisition d'actions remboursables existants au prix de 44,25 euros par bon d'acquisition d'action remboursable (l'« **Offre Publique** »), qu'un consortium constitué par les fonds d'investissement Silver Lake et AltaOne, était sur le point d'annoncer. Le consortium lancerait l'Offre Publique par l'intermédiaire de la société Claudius France constituée à cet effet (« **Claudius France** » ou l'« **Initiateur** »).*

*Le Président rappelle que le projet d'Offre Publique s'inscrit dans le cadre et à la suite d'un contrat de cession en date du 18 avril 2016 (le « **Contrat de Cession** »), au titre duquel Groupama SA, Groupama Gan Vie et I.C.M.I. (les « **Actionnaires** ») se sont engagés à céder l'intégralité de leur*

participation au capital de Cegid Group, représentant environ 37,6% du capital, à Claudius Finance S.à r.l., associé unique de Claudius France (« **Claudius Finance** ») (la « **Cession** »), déclenchant ainsi l'obligation de déposer l'Offre Publique en application des articles 234-1 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »).

Monsieur le Président rappelle également qu'il est envisagé, dans le cadre de la Cession, qu'une partie du produit de cession qui serait perçu par I.C.M.I., correspondant à 19,1% des revenus bruts d'I.C.M.I. provenant de la Cession, soit réinvestie indirectement au sein de Cegid Group. Il est en outre prévu que le mandat de président du conseil d'administration de Monsieur Jean-Michel Aulas et que le mandat de directeur général de Monsieur Patrick Bertrand au sein de Cegid Group soient maintenus pour une durée allant jusqu'à deux ans à compter de la date du Contrat de Cession.

Le Président précise que la réalisation de la Cession est soumise à la levée des conditions suspensives prévues au Contrat de Cession, et notamment à l'obtention des autorisations des autorités de la concurrence et l'émission par le conseil d'administration d'un avis motivé, fondé sur le rapport de l'expert indépendant et l'avis du CCE, recommandant l'Offre Publique. Le Président indique que les autorisations de la Commission européenne et du Service Fédéral Anti-Monopole russe ont été obtenues respectivement le 30 juin 2016 et le 21 juin 2016. Les conditions suspensives liées aux autorisations des autorités de la concurrence ont donc été levées.

Le Président rappelle que le conseil d'administration a décidé de désigner le cabinet Ledouble SAS en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions de l'Offre Publique et du retrait obligatoire conformément aux articles 261-1, I et II du Règlement Général de l'AMF. Le conseil d'administration a en outre décidé la mise en place d'un comité ad hoc d'administrateurs non sujets à un conflit d'intérêts composé de Madame Quitterie Lenoir, Madame Florence Poivey et Monsieur Franklin Devaux avec pour mission de superviser la mission de l'expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre.

Le Président rappelle enfin, qu'après avoir débattu du projet de cession convenu au titre du Contrat de Cession et du projet d'Offre Publique lors de la réunion du 18 avril 2016, le conseil d'administration avait accueilli favorablement ce projet de Cession et d'Offre Publique et avait estimé que la Cession et l'Offre Publique correspondaient à l'intérêt de Cegid Group sous réserve de l'avis définitif du Comité Central d'Unité Economique et Sociale de Cegid Group et des conclusions de l'expert indépendant.

Le Président indique au conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre Publique ou sur les conséquences de celle-ci pour Cegid Group, ses actionnaires et ses salariés. Il propose au conseil d'administration de prendre connaissance des documents essentiels en lien avec l'opération projetée, à savoir :

- le rapport du cabinet SECAFI, expert-comptable désigné par le CCE, en date du 29 mai 2016 ;
- l'avis positif du CCE en date du 31 mai 2016 ;
- le rapport du cabinet Ledouble SAS, expert indépendant, en date du 7 juillet 2016 ;
- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre Publique, les intentions de l'Initiateur au cours des 12 prochains mois, avec les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Publique établie par Natixis ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre Publique ;

- le projet de note en réponse établi par la Société.

- **Avis du Comité Central d'Entreprise**

Le Président indique au conseil d'administration que plusieurs réunions du Comité Central d'Entreprise (le « CCE ») de l'Unité Economique et Sociale se sont tenues depuis l'annonce du projet d'Offre Publique par l'Initiateur, dans le cadre de la procédure d'information-consultation relative à ce projet.

Le Président précise que le CCE s'est fait assister du cabinet SECAFI, expert-comptable, conformément aux dispositions de l'article L. 2323-21 du Code du travail, et a pu auditionner les représentants de l'Initiateur.

Le Président présente au conseil d'administration les conclusions du rapport établi par le cabinet SECAFI qui a été remis le 29 mai 2016 aux membres du CCE.

Le Président présente ensuite au conseil d'administration l'extrait du procès-verbal de la réunion du CCE qui s'est tenue le 31 mai 2016, au cours de laquelle le CCE a rendu un avis positif sur le projet d'Offre :

« Le CC UES de CEGID compte tenu : des informations dont il dispose, des réponses obtenues, des échanges en réunion avec Jean-Michel AULAS, Patrick BERTRAND et les dirigeants de SILVER LAKE et d'ALTAONE, (que le Comité remercie pour leur grande marque d'intérêt et de respect), et de l'analyse pertinente de son expert, considère par anticipation que le projet présenté par le Consortium lui paraît de nature à dynamiser le développement du groupe. »

- **Analyse de l'Offre Publique**

Après avoir pris connaissance des documents ci-dessus, le conseil d'administration constate que :

- Ayant engagé avec succès sa transition vers la fourniture du SaaS, l'objectif de Cegid Group est d'accélérer cette transition et d'intensifier la croissance du SaaS. Cegid Group a également l'opportunité de développer son activité, essentiellement domestique, en accélérant son développement international autour de ses offres « retail », qui disposent d'une reconnaissance mondiale, et de l'offre « people management » éditée par Technomedia, nouvelle filiale du groupe. L'Initiateur est déterminé à soutenir Cegid Group dans ses efforts pour accélérer le déploiement de cette stratégie dans les prochaines années, en lui permettant d'augmenter ses investissements avec l'objectif d'assurer à Cegid Group une place de leader européen dans l'édition de logiciels de gestion et de services cloud.
- L'Initiateur est détenu intégralement par le consortium constitué par la société d'investissement américaine Silver Lake, leader mondial de l'investissement en technologie, et par AltaOne, une société d'investissement basée à Londres.
- L'arrivée de nouveaux actionnaires permettrait à Cegid Group de se doter de nouveaux moyens pour poursuivre son développement et, à ce titre, l'Offre Publique s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de développement.
- L'Initiateur ne détient à ce jour, directement ou indirectement, aucune action de la Société, étant précisé qu'il détiendra indirectement, au jour de la réalisation de la Cession, 37,6% du capital de Cegid Group. Le conseil d'administration constate que les autorisations réglementaires requises en matière de concurrence ont été obtenues.
- L'Initiateur bénéficie également d'engagements d'apport de la part de plusieurs actionnaires portant sur 7,8% du capital de la Société.

- *L'Offre Publique est soumise au respect du seuil de caducité automatique, à savoir 50% du capital ou des droits de vote de Cegid Group.*
- *L'Initiateur a fait connaître son intention de se réserver la possibilité de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, si les actions non-apportées à l'Offre Publique représentent moins de 5% du capital et des droits de vote de Cegid Group.*
- *Le prix d'Offre Publique est égal à 61 euros par action (dividende 2015 détaché), soit un prix théorique égal à 62,25 euros par action (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) et à un prix de 44,25 euros par bon d'acquisition d'action remboursable. Un complément de prix égal à 1,25 euro (soit un prix théorique égal à 63,50 euros par action (dividende 2015 attaché) et 45,50 euros par bon d'acquisition remboursable) serait payé dans l'hypothèse où (i) les actions apportées à l'Offre Publique, avec la Cession, représenteraient 95% ou plus du capital social et des droits de vote, et (ii) l'Initiateur mettrait en œuvre un retrait obligatoire en application des articles 237-14 et suivants du Règlement Général de l'AMF.*
- *Le prix d'offre théorique de 63,50 euros (dividende 2015 attaché), dans l'hypothèse où l'Initiateur mettrait en œuvre un retrait obligatoire, représente une prime de 20% (ou de 17% pour le prix de 62,25 euros) par rapport au cours de clôture de l'action Cegid Group le 15 avril 2016 (le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre Publique), une prime de 44% (ou de 41% pour le prix de 62,25 euros) par rapport au coût moyen pondéré par les volumes au cours des 12 derniers mois et de 110% (ou de 106% pour le prix de 62,25 euros) par rapport au cours de l'action au 2 janvier 2015.*
- *Le prix de l'Offre Publique se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans l'appréciation du prix de l'Offre préparée par Natixis reproduite à la section 3 de la note d'information de l'Initiateur.*
- *L'Offre Publique représente une opportunité pour ceux des actionnaires et porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre Publique de bénéficier d'une opportunité de liquidité dans des conditions équitables.*
- *L'Offre Publique valorise 100% des actions ordinaires émises ou à émettre de Cegid Group à environ 580 millions d'euros (sur une base entièrement diluée) et implique un multiple de résultat net égal à 25x (sur la base d'un bénéfice par action 2015 égal à 2,57 euros).*

Le conseil d'administration relève par ailleurs que les intentions de l'Initiateur pour les 12 prochains mois, telles que présentées dans le projet de note d'information, sont les suivantes :

- *En matière de stratégie, il est dans l'intention de l'Initiateur d'accélérer la mise en œuvre de sa stratégie de Cegid Group sur les années à venir, en augmentant notamment ses investissements, de manière à renforcer sa position sur le long terme. La stratégie de l'Initiateur reposant sur la continuité et le développement des activités actuelles de Cegid Group, la réalisation de l'Offre Publique ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les plans de la Société concernant son organisation industrielle et son évolution ;*

En matière d'emploi, l'Initiateur indique qu'il n'est pas possible à ce stade d'anticiper avec précision les éventuelles décisions qui pourraient être prises mais néanmoins qu'il est convaincu que l'un des éléments clés de la réussite de la Société tient à la préservation et au développement du capital humain de la Société. L'Initiateur souhaite, dans la mesure du possible, conserver les salariés ayant un rôle clé de manière à maintenir la dynamique et la stratégie actuelles de Cegid Group. L'Initiateur n'a pas l'intention de déplacer le siège social ni le centre de décisions de la Société situés à Lyon ;

- *Le conseil d'administration note qu'il est prévu que Monsieur Jean-Michel Aulas et Monsieur Patrick Bertrand continuent à accompagner la Société et conservent leurs mandats respectifs de président du conseil d'administration et de directeur général pour une période allant jusqu'à deux ans à compter du 18 avril 2016 ;*
- *En matière de gouvernance, l'Initiateur indique qu'en cas de suite positive de l'Offre Publique, la composition du conseil d'administration de Cegid Group sera modifiée pour refléter son nouvel actionariat et sera donc composé (i) d'une majorité en nombre d'administrateurs désignés par Silver Lake, (ii) d'au moins deux administrateurs dont la nomination sera proposée par AltaOne, (iii) d'un nombre approprié de dirigeants, et (iv) d'un nombre approprié d'administrateurs indépendants (le cas échéant), en fonction du pourcentage de détention de l'Initiateur et de Claudius Finance ;*
- *En matière de maintien de la cotation de Cegid Group à l'issue de l'Offre Publique, l'Initiateur indique qu'il se réserve la faculté (i) de mettre en œuvre un retrait obligatoire à la suite de l'Offre Publique si les résultats le lui permettent (dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement Général de l'AMF) ou (ii) dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de Cegid Group et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre, de déposer auprès de l'AMF une offre de publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions et les bons d'acquisition d'actions remboursables qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, en application des articles 236-1 et suivants et 237-14 du Règlement Général de l'AMF, et (iii) dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire à la suite de l'Offre Publique, de demander à Euronext Paris la radiation des actions et des bons d'acquisition d'actions remboursables de Cegid Group du marché Euronext Paris sous réserve de l'autorisation préalable d'Euronext Paris et du respect de ses règles de marché ;*
- *En matière de politique future de distribution de dividendes, l'Initiateur indique qu'aucune décision n'a été prise et se réserve le droit de modifier ultérieurement la politique actuelle de distribution de dividendes de Cegid Group dans le futur, et que, par conséquent, aucune garantie ne peut être apportée sur les distributions de dividendes qui pourraient intervenir ultérieurement ;*

Le Conseil d'administration a bien pris note de la conclusion de l'expert indépendant selon laquelle (i) le prix d'offre égal à 62,25 euros par action (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) et le prix d'offre de 44,25 euros par bon d'acquisition d'action remboursable sont équitables d'un point de vue financier respectivement pour les actionnaires et les porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables, (ii) le prix d'offre égal à 63,50 euros par action (dividende 2015 attaché) et le prix d'offre de 45,50 euros par bon d'acquisition remboursable sont équitables d'un point de vue financier respectivement pour les actionnaires et les porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables dans la perspective d'un retrait obligatoire, et (iii) les accords connexes à l'Offre Publique ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires et des porteurs de bons d'acquisition d'actions remboursables apportant leurs titres à l'Offre Publique.

Après un échange de vues sur le projet d'Offre Publique, après analyse notamment du projet de note d'information de l'Initiateur qui inclut les intentions de l'Initiateur, du projet de note en réponse établi par la Société, du rapport de l'expert indépendant et de l'avis du CCE, le conseil d'administration, à l'unanimité, considère que le projet d'Offre Publique est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et tel que décrit dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

En conséquence, au regard des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le conseil d'administration décide à l'unanimité de recommander aux actionnaires de Cegid Group d'apporter leurs actions et leurs bons d'acquisition d'actions remboursables à l'Offre Publique. »

3 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la connaissance de la Société et à la date de la présente note en réponse, les administrateurs de la Société détiennent 79.637 actions, soit 0,9% du capital, représentant 1,24% des droits de vote.

Lors de la séance du Conseil d'administration en date du 7 juillet 2016, tous les administrateurs propriétaires d'actions ou de bons d'acquisition d'actions remboursables de la Société, ont unanimement indiqué leur intention d'apporter la totalité de leurs actions ou bons d'acquisition d'actions remboursables à l'Offre.

4 INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date des présentes, la Société détient 137.560 actions soit 1,5% du capital.

Le Conseil d'administration, lors la séance en date du 7 juillet 2016, a décidé, à l'unanimité de ses membres, que les 137.560 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre afin de permettre, notamment, l'exercice des bons d'acquisition d'actions remboursables toujours en circulation et non apportés à l'Offre Publique.

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble SAS en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire.

La conclusion du rapport en date du 7 juillet 2016 est reproduite ci-après :

« A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et des BAAR, nous sommes d'avis que :

- le Prix d'Offre de l'Action de **62,25 €** (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) est compatible avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritère, et extériorise en valeur centrale une prime pour chaque critère, notamment sur le cours de bourse ; le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de **63,50 €** (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) renforce le niveau de cette prime ;*
- le Prix d'Offre des BAAR de **44,25 €** et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix de **45,50 €** restituent à leurs porteurs l'équivalent respectivement du Prix d'Offre de l'Action et du Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix, sous déduction du prix d'exercice ;*
- les Accords connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires et aux porteurs de BAAR apportant leurs titres à l'Offre.*

En conséquence, nous attestons que :

- le Prix d'Offre de l'Action de **62,25 €** et le Prix d'Offre des BAAR de **44,25 €** sont équitables d'un point de vue financier respectivement pour les actionnaires et les porteurs de BAAR concernés par l'Offre ;*

- *le Prix d’Offre de l’Action avec Complément de Prix de 63,50 € et le Prix d’Offre des BAAR avec Complément de Prix de 45,50 € sont équitables d’un point de vue financier respectivement pour les actionnaires et les porteurs de BAAR concernés par l’Offre dans la perspective d’une procédure de retrait obligatoire. »*

Le rapport de l’expert indépendant est reproduit en Annexe 1 de la présente note en réponse.

6 AVIS DU COMITE CENTRAL D’ENTREPRISE

Plusieurs réunions du Comité Central d’Entreprise de l’unité économique et sociale (le « **CCE** ») se sont tenues depuis l’annonce du projet d’Offre par l’Initiateur, dans le cadre de la procédure d’information-consultation relative à ce projet.

Ainsi, le CCE a pu se faire assister du cabinet SECAFI, expert-comptable, désigné conformément aux dispositions de l’article L. 2323-21 du Code du travail, et a pu auditionner les représentants de l’Initiateur.

Le rapport du cabinet SECAFI est reproduit en intégralité en Annexe 3 de la présente note en réponse.

L’avis du CCE est reproduit en Annexe 2 de la présente note en réponse.

7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE

7.1 Contrat d’Acquisition

L’Initiateur et Groupama S.A., Groupama Gan Vie et I.C.M.I. ont conclu le Contrat d’Acquisition le 18 avril 2016 portant sur l’achat d’une participation représentant environ 37,6% du capital de Cegid Group, tel que décrit à la section 1.2.1 de la Note d’Information.

7.2 Lettre d’engagement de la Société

En vertu d’un courrier en date du 18 avril 2016 (la « **Lettre d’Engagement** »), la Société s’est engagée, jusqu’à la réalisation de l’Acquisition du Bloc, à exercer son activité dans le cours normal et habituel des affaires tel qu’elle l’exerçait précédemment et à ne pas prendre certaines décisions qui pourraient avoir un impact sur l’activité sans le consentement préalable de l’Initiateur.

Par ailleurs, en vertu de la Lettre d’Engagement, la Société s’est engagée à coopérer pleinement avec l’Initiateur quant aux dépôts, notifications ou aux demandes à faire conformément aux lois applicables en matière de concurrence.

7.3 Engagements d’apport à l’Offre

Les actionnaires suivants ont conclu des engagements d’apport (visés à l’article L. 233-11 du Code de commerce) avec l’Initiateur, aux termes desquels ils se sont engagés, sous certaines conditions, à apporter à l’Offre l’intégralité des actions ou bons d’acquisition d’actions remboursables qu’ils détiennent (les « **Engagements d’Apport** »).

Les Engagements d’Apport portent sur un nombre total de 716.119 actions et 752.346 droits de vote représentant 7,8% du capital, repartis comme suit :

- Engagement d’Apport de Monsieur Patrick Bertrand, aux termes d’une convention conclue le 18 avril 2016 avec l’Initiateur, à apporter à l’Offre les 78.263 actions Cegid Group qu’il détient, représentant 114.490 droits de vote, soit 0,85% du capital et 1,10% des droits de

vote de la Société. Cet Engagement d'Apport a été rendu public par un avis de l'AMF en date du 26 avril 2016 (n° 216C0974) ;

- Engagement d'Apport de la société Eximium, aux termes d'une convention conclue le 18 avril 2016 avec l'Initiateur, à apporter à l'Offre les 465.640 actions Cegid Group qu'elle détient, représentant 465.640 droits de vote, soit 5,04% du capital et 4,49% des droits de vote de la Société. Cet Engagement d'Apport a été rendu public par un avis de l'AMF en date du 26 avril 2016 (n° 216C0974) ;
- Engagement d'Apport de la société de droit panaméen Borelly Business Inc, aux termes d'une convention conclue le 20 avril 2016 avec l'Initiateur, à apporter à l'Offre les 78.912 actions Cegid Group qu'elle détient, représentant 78.912 droits de vote, soit 0,85% du capital et 0,76% des droits de vote de la Société. Cet Engagement d'Apport a été rendu public par un avis de l'AMF en date du 26 avril 2016 (n° 216C0974) ;
- Engagement d'Apport de la société de droit luxembourgeois CMJ Holdings, aux termes d'une convention conclue le 20 avril 2016 avec l'Initiateur, à apporter à l'Offre les 18.000 actions Cegid Group qu'elle détient, représentant 18.000 droits de vote, soit 0,19% du capital et 0,17% des droits de vote de la Société. Cet Engagement d'Apport a été rendu public par un avis de l'AMF en date du 26 avril 2016 (n° 216C0974) ;
- Engagement d'Apport de la société de droit maltais IBIM2 Limited, aux termes d'une convention conclue le 25 avril 2016 avec l'Initiateur, à apporter à l'Offre les 75.304 actions Cegid Group qu'elle détient, soit 0,82% du capital et 0,73% des droits de vote de la Société. Cet Engagement d'Apport a été rendu public par un avis de l'AMF en date du 29 avril 2016 (n° 216C1013) ;

Ces Engagements d'Apport prévoient un engagement d'apport d'Actions, au prix de 62,25 euros (dividende attaché, et augmenté de 1,25 euro, soit un prix de 63,50 euros par action dans le cas où l'Initiateur obtiendrait 95% du capital et des droits de vote à l'issue de l'Offre et mettrait en œuvre un retrait obligatoire en application de l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF) et au plus tard avant l'expiration du 5^{ème} jour de bourse précédant la clôture de l'Offre, au profit de l'Initiateur.

Ces Engagements d'Apport seraient uniquement révocables dans le cas où les conditions cumulatives suivantes seraient satisfaites :

- une offre concurrente serait déclarée conforme par l'AMF ; et
- Claudius Finance (ou ses affiliés) ne déposerait ou n'annoncerait pas publiquement son intention de déposer une offre concurrente en surenchère dans les 15 jours ouvrés suivant une telle offre concurrente.

Dans ces circonstances, l'actionnaire partie à l'Engagement d'Apport sera libre d'apporter tout ou partie de ses actions à l'offre concurrente et ledit engagement sera nul et non avenue.

Les Engagements d'Apport prendront automatiquement fin à la première des deux dates suivantes : (i) le 31 décembre 2016, ou (ii) la date de la publication par l'AMF d'un avis indiquant que l'offre a échoué et est caduque en application de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF.

7.4 Accord de réinvestissement

A la demande de l'Initiateur et comme convenu relativement à l'Acquisition du Bloc, concomitamment à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, I.C.M.I. a réinvesti dans la Société

(indirectement à travers AltaOne SCA), un montant correspondant à 19,1% du produit brut (avant impôts) qui a été perçu par I.C.M.I. résultant de la réalisation de l'Acquisition du Bloc. Ce réinvestissement a été structuré via des actions et des *preferred equity certificates* (« **PECs** ») d'AltaOne SCA.

Le réinvestissement d'I.C.M.I. s'est fait sur la base d'une évaluation identique à celle retenue dans le cadre de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre.

En conséquence du réinvestissement, I.C.M.I. détient indirectement une participation représentant économiquement 5,2% du capital social de Claudius Finance.

Dans le cadre du réinvestissement, I.C.M.I., AltaOne SCA et Luxco ont également conclu des contrats de liquidité comprenant, notamment, des restrictions sur la transférabilité des titres d'AltaOne SCA et des clauses de liquidité.

Le réinvestissement d'I.C.M.I. est détaillé en section 1.4.2 de la Note d'Information de l'Initiateur.

7.5 Contrat de prestations de services

I.C.M.I. continuera à assurer des prestations d'ordre financier, comptable et juridique en faveur de Cegid Group, étant précisé que les modalités de calcul de la rémunération des prestations rendues par I.C.M.I. dans le cadre du contrat de prestations d'assistance n'ont pas été substantiellement modifiées dans le cadre de l'opération.

Par ailleurs, Monsieur Jean-Michel Aulas et Monsieur Patrick Bertrand continueront à percevoir l'essentiel de leur rémunération de la part de I.C.M.I. et seront rémunérés par la Société pour leurs mandats respectifs de Président du conseil d'administration et de directeur général.

8 ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Structure du capital de la Société

Au 11 juillet 2016, le capital social de la Société s'élève à 8.771.404,15 euros, divisé en 9.223.057 actions de 0,95 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées. Le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 9.429.983 au 11 juillet 2016.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant (i) des franchissements de seuils communiqués, (ii) des déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, et (iii) des informations contenues dans la Note d'Information déposée par l'Initiateur, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit au 11 juillet 2016 :

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote	Pourcentage des droits de vote*
Claudius Finance S.à r.l.	3.470.156	37,6%	3.470.156	36,8%
Dirigeants	79.637	0,9%	117.236	1,2%
Actions auto-détenues	137.560	1,5%	137.560	1,5%
Eximium	465.640	5,0%	465.640	5,1%
Public	5.080.064	55%	5.239.391	55,4%
Total	9.233.057	100,0%	9.429.983	100,0%

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

Il est précisé que la Société a procédé en 2010 à l'émission de bons d'acquisition d'actions remboursables au profit de certains collaborateurs de la Société :

- les BAAR 1 étant exerçables jusqu'au 5 novembre 2017 inclus, au prix de 18 euros par action, chaque BAAR 1 donnant droit, par exercice, à 1 action de la Société ; et
- les BAAR 2 étant exerçables jusqu'au 5 novembre 2018 inclus, au prix de 18 euros par action, chaque BAAR 2 donnant droit, par exercice, à 1 action de la Société.

Il est également précisé que les bons d'acquisition d'actions remboursables ne donnent pas droit à la souscription d'actions nouvelles mais exclusivement à l'acquisition d'actions existantes.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

8.2.1 Obligation de déclaration du franchissement de seuils

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 11 des statuts de la Société prévoit que tout actionnaire venant à détenir un nombre d'actions de la Société représentant 2% au moins du capital ou tout multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer la Société dans les 15 jours, par lettre recommandée avec accusé de réception, adressée à son siège social.

A défaut de déclaration dans les conditions ci-dessus, l'actionnaire défaillant est privé, dans les limites et conditions prévues par la loi, de ses droits de vote à hauteur du nombre d'actions excédant un tel seuil si un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins du capital en font la demande lors de l'assemblée générale des actionnaires.

8.2.2 Transfert d'actions

Il n'existe dans les statuts de la Société aucune disposition particulière pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions Cegid Group.

8.2.3 Droit de vote double

L'article 24 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins quatre ans au nom d'un même actionnaire.

8.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception des accords décrits à la section 7 ci-dessus, à la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote.

8.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur des actions ou des bons d'acquisition d'actions remboursables

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 ci-dessus.

8.5 Liste des détenteurs de toute action ou bon d'acquisition d'action remboursable comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de détenteurs d'actions ou de bons d'acquisition d'actions remboursables comportant des droits de contrôle spéciaux autres que des droits de vote double décrits à la section 8.2.3 ci-dessus.

8.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

8.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

A l'exception des accords décrits à la section 7 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

8.8.1 *Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration*

Conformément à l'article 12 des statuts, la Société est administrée par un Conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus. Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire qui peut les révoquer à tout moment. Les personnes morales nommées administrateurs sont tenues de désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations et encours les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre.

Un salarié de la société peut être nommé administrateur dès lors que son contrat de travail est antérieur à sa nomination et correspond à un emploi effectif. Le nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

La durée des fonctions de chaque administrateur est fixée par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Cette durée est de six années au plus et expire à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif dans le délai de trois mois du jour où se produit la vacance. S'il ne reste plus qu'un seul ou que deux administrateurs en fonctions, le ou les commissaires aux comptes doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil. Les nominations provisoires effectuées par le Conseil d'administration sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

En outre, le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président, qui est obligatoirement une personne physique à peine de nullité de sa nomination. Le Président du Conseil d'administration représente le Conseil d'administration. Il organise et dirige les travaux de celui-ci

dont il rend compte à l'assemblée générale des actionnaires. Il veille au bon fonctionnement des organes de la Société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leurs mission. En cas d'empêchement temporaire ou du décès du Président, le Conseil d'administration peut déléguer un administrateur dans les fonctions de Président. En cas d'empêchement, cette déléation est de durée limitée et renouvelable, en cas de décès, elle vaut jusqu'à élection du nouveau Président.

Le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 8 juillet 2016, coopté trois nouveaux administrateurs, à savoir Monsieur Shahriar Tadjbakhsh, Monsieur Christian Lucas et Monsieur Simon Patterson respectivement en remplacement de Madame Marie Lemarié, Monsieur Philippe Delerive et Monsieur Francis Thomine, et a nommé Monsieur Behdad Alizadeh en qualité de censeur. Les trois administrateurs ainsi désignés ont également été nommés en qualité de membres du Comité Stratégique et du Comité d'Audit.

8.8.2 *Modification des statuts de la Société*

Conformément à l'article 26 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

8.9 **Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs et attributions du Conseil d'administration sont décrits à l'article 14 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, le Conseil d'administration dispose, à la date de la présente note en réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions et de bons d'acquisition d'actions remboursables, qui lui ont été conférées par les assemblées générales mixtes des actionnaires de la Société réunies le 18 février 2016 et le 9 mai 2016 :

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation d'achat par la société de ses propres actions (<i>1^{ère} résolution de l'AGO</i>)	18 février 2016	10% du capital social	18 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'Administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions Cegid Group existantes ou à émettre (<i>2^{ème} résolution de l'AGE</i>)	18 février 2016	10% du capital social	38 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration d'émettre des valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (<i>1^{ère} résolution de</i>	9 mai 2016	200 millions d'euros	26 mois	Néant

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation
<i>(l'AGE)</i>				
Autorisation à donner au Conseil d'administration d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes (<i>2^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	30 millions d'euros	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration d'émettre des valeurs mobilières avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (<i>3^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	200 millions d'euros	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires (<i>4^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	15% de chaque émission concernée	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration de procéder à l'émission d'actions, titres ou valeurs mobilières diverses en fixant librement le prix d'émission (<i>5^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	10% du capital par an et 30 millions d'euros	26 mois	Néant
Autorisation au Conseil d'administration de procéder à une augmentation de capital limitée à 10 % du capital visant à rémunérer des apports en nature (<i>6^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	10% du capital par an	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration aux fins de décider de l'émission de bons de souscription d'actions à attribuer à titre gratuit aux actionnaires de la Société (<i>7^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	10% du capital par an	18 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration d'utiliser les délégations d'augmentation et de réduction du capital social en période d'offre publique visant les titres de la Société (<i>8^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	Néant	Néant	Néant
Autorisation consentie au Conseil d'administration d'utiliser, sous réserve de leur approbation par la présente Assemblée Générale Extraordinaire, les délégations visées aux troisième, quatrième et cinquième résolutions de l'Assemblée Générale Extraordinaire en date de ce jour, à l'effet de procéder, dans les conditions prévues à l'article L.225-136 du Code de commerce, à une ou plusieurs émissions de titres de capital sans droit préférentiel de souscription par une offre, par placement privé, visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (<i>9^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	3% du capital au jour de la décision d'émission	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'augmentation du capital social par émission d'actions réservée aux membres du personnel adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise dans le cadre des dispositions du Code de commerce et des articles L.3332-18 et suivants du Code de travail, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (<i>10^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	20% du capital social par an	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration d'utiliser les actions acquises dans le cadre du programme de rachat d'actions (<i>11^{ème} résolution de l'AGE</i>)	9 mai 2016	Néant	Néant	Néant

8.10 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

A la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée dans l'hypothèse d'un changement de contrôle de la Société.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Conformément aux délibérations du Conseil d'administration du 8 juillet 2016, Monsieur Patrick Bertrand sera tenu, au titre de son mandat de directeur général de Cegid Group, à un engagement de non-concurrence d'une durée de 24 mois à compter de la fin de son mandat social de directeur général. Selon les circonstances, Cegid Group verserait à Monsieur Patrick Bertrand, sous réserve du respect de son engagement, un montant brut de 500.000 euros payable en 24 mensualités.

Il n'existe pas d'autre engagement envers les mandataires sociaux prévoyant le versement d'indemnités en cas de démission ou de révocation en raison d'une offre publique.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A notre connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Jean-Michel Aulas, Président du Conseil d'administration

Monsieur Patrick Bertrand, Directeur Général

Annexe 1

Ledouble

CEGID GROUP
OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes - Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

1. INTRODUCTION

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été nommé par le Conseil d'Administration de la société Cegid Group (« **la Société** » ou « **la Cible** ») en date du 18 avril 2016, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat (« **l'Offre** ») qui sera initiée sur les actions et les Bons d'Acquisition d'Actions Remboursables (« **BAAR** ») de Cegid Group par un consortium composé de Silver Lake Partners¹ et AltaOne² (le « **Consortium** ») *via* Claudius France (« **l'Initiateur**³ »). L'Offre fait suite à la cession au Consortium *via* Claudius Finance S.à r.l. (le « **Cessionnaire** ») par Groupama, Groupama Gan Vie (ensemble « **Groupama** ») et ICMI⁴ (Groupama et ICMI étant dénommés ci-après les « **Cédants** »), de l'intégralité de leur participation⁵ dans le capital de la Société (la « **Cession de Blocs** »). La Cession de Blocs et l'Offre, qui en découle⁶, constituent ci-après « **l'Opération** ».

Cette mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires et les porteurs de BAAR visés par l'Offre, des prix d'offre respectivement de :

- **62,25 €** par action dividende au titre de l'exercice 2015 attaché, soit **61,00 €** par action dividende au titre de l'exercice 2015 détaché (le « **Prix d'Offre de l'Action** ») ;
- **44,25 €** par BAAR (le « **Prix d'Offre des BAAR** »).

La Mission a été étendue à l'appréciation du caractère équitable de ces prix d'offre majorés d'un complément de prix de **1,25 €** selon les dispositions décrites ci-après (§ 1.1).

¹ Fonds d'investissement américain *leader* mondial de l'investissement en technologie.

² Société d'investissement basée à Londres.

³ L'Initiateur est *de facto*, par filiales interposées, assimilé au Consortium.

⁴ ICMI, holding d'animation et d'investissement, est contrôlée par M. Jean-Michel Aulas, qui en détient la quasi-totalité du capital et des droits de vote.

⁵ Participation représentant au total **37,6%** du capital de la Société.

⁶ Conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF : « *Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF* ».

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1.I⁷ 2°, 4° et 5° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15⁸.

Par référence à l'article 261-1.II⁹ du règlement général de l'AMF, et en anticipant la détention conjointe par le Cessionnaire et l'Initiateur de plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, le Conseil d'Administration de la Société a par ailleurs étendu la Mission à l'appréciation de l'équité des prix d'offre dans la perspective d'un retrait obligatoire¹⁰, qui conférerait aux Cédants et à l'ensemble des actionnaires et des porteurs de BAAR ayant apporté leurs titres à l'Offre un complément de prix de 1,25 € (le « **Complément de Prix** »), portant les prix d'offre à :

- 63,50 € par action dividende au titre de l'exercice 2015 attaché (le « **Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix** »), soit 62,25 € par action dividende au titre de l'exercice 2015 détaché ;
- 45,50 € par BAAR (le « **Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix** »).

⁷ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;

[...]

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;

5° Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ;

[...] ».

⁸ Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

⁹ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF : « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

¹⁰ Etant rappelé que cette appréciation n'est pas formellement requise, s'agissant d'une offre réalisée selon la procédure normale, conformément à l'article 237-16 du règlement général de l'AMF.

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») s'entend au sens de l'article 262-1.I¹¹ du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de Cegid Group, du Consortium et par voie de conséquence du Cessionnaire et de l'Initiateur, des Cédants, ainsi que de leurs conseils respectifs¹² (« les « **Conseils** ») et de Natixis, établissement présentateur de l'Offre (« **L'Établissement présentateur** ») ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec Cegid Group ou Silver Lake Partners et AltaOne ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹³ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement présentateur ou au sein du même groupe¹⁴.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

¹¹ Extrait de l'article 262-1.I : « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité* ».

¹² **Linklaters LLP**, conseil juridique de Cegid Group ; **Bredin Prat** et **Simpson Thacher**, conseils juridiques du Consortium ; **Deloitte**, conseil financier de Silver Lake Partners ; **Cleary Gottlieb Steen & Hamilton**, conseil juridique de Groupama ; **Delsol Avocats**, conseil juridique d'ICMI ; **Ricol Lasteyrie**, conseil financier de Groupama ; les Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

¹³ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹⁴ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions (i) des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et (ii) de la recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Cegid Group ainsi qu'en une analyse des primes induites par le Prix d'Offre de l'Action, le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix, le Prix d'Offre des BAAR et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix (ensemble les « **Prix d'Offre** »), sur les différents résultats de l'évaluation respectivement du titre Cegid Group (l' « **Action** ») et des BAAR.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), les membres¹⁵ du comité *ad-hoc* en charge de la supervision de nos travaux, ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Cédants, des Conseils et de l'Établissement présentateur¹⁶, ont porté notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché des logiciels de gestion et de services *Cloud* caractérisant l'activité de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») ;
- la documentation juridique¹⁷ relative à la Cession de Blocs et à l'Offre et leur dispositif de financement¹⁸, ainsi que les accords connexes¹⁹ à l'Offre (les « **Accords connexes** ») ;

¹⁵ Le comité *ad hoc* est formé de trois administrateurs indépendants de la Société : Mme Quitterie Lenoir, Mme Florence Poivey et M. Franklin Devaux.

¹⁶ La liste de nos contacts figure en **annexe 3**.

¹⁷ Notamment le contrat de Cession de Blocs *i.e.* le *Share Purchase Agreement* (« **SPA** ») entre Claudius Finance S.à r.l. et les Cédants, en date du 18 avril 2016, et les avenants aux contrats et accords en vigueur mentionnés dans le SPA.

¹⁸ L'acquisition des blocs par le Consortium *via* Claudius Finance S.à r.l. sera financée en fonds propres, l'Offre étant quant à elle financée par le Consortium *via* Claudius France à la fois en fonds propres et par voie d'emprunt.

¹⁹ Dont les engagements d'apport à l'Offre et les accords dans le cadre du réinvestissement de M. Jean-Michel Aulas, Président du Conseil d'Administration de la Société, *via* ICMI, dans le capital d'AltaOne Claudius SCA (§ 2.1.3), à la demande du Consortium.

- les informations disponibles sur le site de la Société²⁰ et des membres du Consortium²¹ ;
- le document de référence 2015 (« **DdR 2015** ») de Cegid Group et la documentation afférente aux comptes consolidés de la Société au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015 ;
- les données budgétaires 2016 et le Plan d'affaires combiné²² à moyen terme du Groupe, que nous avons intégrés dans nos modèles de valorisation ;
- les références d'évaluation internes au Groupe, par l'exploitation de la documentation juridique et financière relative aux opérations de croissance externe qu'il a réalisées ;
- les notes et consensus d'analystes récents, antérieurs et postérieurs à l'annonce de l'Opération, disponibles sur l'Action, ainsi que sur les groupes comparables en termes d'activité ou/et de modèle économique ;
- des extractions de nos bases de données²³, relatives au Groupe et aux autres acteurs du marché, ainsi qu'aux multiples de valorisation par les comparables boursiers et les comparables transactionnels ;
- l'appréciation des Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action et des BAAR, ainsi que de l'analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration de Cegid Group (le « **Conseil d'Administration** ») et des décisions prises en Assemblée Générale antérieurement à l'Offre ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et du Groupe au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours qui s'est avérée utile à nos travaux ;

²⁰ En particulier à la rubrique Investisseurs (Publications / Information réglementée). [[En ligne](#)].

²¹ Dont les informations accessibles sur le site *Web* de Silver Lake Partners. [[En ligne](#)].

²² Le Plan d'affaires combiné auquel nous nous référons est l'agrégation, d'une part, du plan d'affaires de Cegid Group *stand alone i.e.* hors Technomedia sous-tendant les tests d'*impairment* au 31 décembre 2015 et, d'autre part, du plan d'affaires de Technomedia avant le rapprochement avec Cegid Group, intervenu fin 2015 (§ 4.4).

²³ Dont *Bloomberg* (paramètres financiers), *Thomson One* (notes d'analystes et comparables boursiers), *Mergermarket* (comparables transactionnels).

- les projets de note d'information de l'Initiateur et en réponse de la Société qui seront soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la déclaration de conformité du projet d'Offre ;
- la revue des travaux de l'Établissement présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action et des BAAR.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et de l'Initiateur confirmant les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- la structure, les objectifs ainsi que le périmètre de l'Opération (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement de Cegid Group (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action (§ 4) et la synthèse de ces travaux (§ 5) ;
- notre évaluation des BAAR (§ 6) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement présentateur (§ 7) ;
- notre appréciation du contenu des Accords connexes (§ 8).

La conclusion du Rapport constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires et les porteurs de BAAR de Cegid Group visés par l'Offre (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Afin de pouvoir être directement rapprochée des informations fournies dans le communiqué d'annonce de l'Opération²⁴, l'évaluation de l'Action est présentée, dans l'ensemble du Rapport, dividende au titre de l'exercice 2015 attaché.

Les montants et devises présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€ ou EUR), dollars (\$) ou USD), dollars canadiens (CAD), livres sterling (GBP),
- milliers d'euros (K€) ou milliers de dollars (K\$),
- millions d'euros (M€) ou millions de dollars (M\$),
- milliards d'euros (Md€) ou milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

²⁴ « Cegid annonce un projet de cession de blocs suivi d'une Offre Publique avec un consortium composé de Silver Lake Partners et d'Altaone ». [\[En ligne\]](#).

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Cegid Group est une société anonyme au capital de 8.771.404,15 €, sise 52, quai Paul Sédallian à Lyon (69009), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon²⁵. La Présidence du Conseil d'Administration et la Direction générale de la Société sont assurées respectivement par M. Jean-Michel Aulas et M. Patrick Bertrand.

Cegid Group exerce ses activités au travers d'une vingtaine de filiales opérationnelles contrôlées par Cegid SA²⁶ dans le domaine de l'édition de logiciels de gestion et de services *Cloud* ; le Groupe offre une gamme complète de solutions sur site et *Software-as-a-Service* (« *SaaS* ») à plus de 130.000 sites clients et 430.000 utilisateurs. Depuis sa création en 1983, le Groupe s'est développé à la fois par croissance organique, et en réalisant de nombreuses opérations de croissance externe ; il ambitionne d'accélérer conjointement son développement en mode *SaaS* et son expansion à l'international.

Les actions composant le capital de Cegid Group, au nombre de 9.233.057 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 0,95 €, sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment B²⁷). Le nombre de droits de vote s'établit à 10.227.319 (§ 2.3).

2.1.2. Initiateur

Claudius France est une société par actions simplifiée de droit français au capital de 10.000 €, sise 33, rue de Naples à Paris (75008), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Paris²⁸.

L'associé unique de Claudius France est **Claudius Finance S.à r.l.**, Cessionnaire et signataire du SPA, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, sise 61, rue de Rollingergrund au Luxembourg (L-2440), et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés du Luxembourg²⁹.

²⁵ Sous le numéro 327 888 111 RCS Lyon.

²⁶ Cegid Group détient l'intégralité du capital de Cegid SA, ainsi que de Cegid Public et Quadratus.

²⁷ Sous le code FR0000124703, mnémonique CGD.

²⁸ Sous le numéro 821 096 039 RCS Paris.

²⁹ RCS Luxembourg, sous le numéro B 205038.

2.1.3. Autres entités impliquées dans l'Opération

Claudius France est détenue indirectement³⁰ et intégralement par **Claudius Luxco S.à r.l.**, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, sise 61, rue de Rollingergrund au Luxembourg (L-2440), et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés du Luxembourg³¹.

Claudius Luxco S.à r.l. est détenue indirectement par les deux *exempted limited partnerships* implantés aux Iles Caïmans Silver Lake Partners IV Cayman, LP et Silver Lake Technology Investors IV Cayman, LP (ensemble « **Silver Lake IV** »), d'une part, et **AltaOne Claudius SCA**, société en commandite par actions de droit luxembourgeois au capital de 71.000 €³², sise 22, avenue de la Liberté au Luxembourg (L-1930), et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés du Luxembourg³³, d'autre part³⁴; l'associé commandité d'AltaOne Claudius SCA est **AltaOne Investments S.à r.l.**, société en commandite par actions de droit luxembourgeois, sise 22, avenue de la Liberté au Luxembourg (L-1930), et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés du Luxembourg³⁵.

Silver Lake IV est affilié au fonds américain **Silver Lake**, *leader* dans le domaine de l'investissement en technologie; le portefeuille de Silver Lake, dont le montant des actifs dépasse 24 Md\$, représente plus de 100 Md\$ de chiffre d'affaires annuel et mobilise un effectif de plus de 245.000 personnes; les équipes de Silver Lake comptent une centaine de professionnels de l'investissement et de la création de valeur répartis entre plusieurs villes des Etats-Unis (New-York, Menlo Park, San Mateo), Londres, Hong Kong et Tokyo.

AltaOne Claudius SCA est affilié à la société d'investissement **AltaOne**, basée à Londres, spécialisée dans les prises de participation de sociétés européennes *leaders* sur leurs marchés.

³⁰ Au travers des trois sociétés suivantes, reliant successivement Claudius France à Claudius Luxco S.à r.l. :

- Claudius Finance S.à r.l., Cessionnaire et signataire du SPA, et associé unique de Claudius France ;
- Claudius Finance Holding S.à r.l., contrôlant intégralement Claudius Finance S.à r.l. ;
- Claudius Finance Parent S.à r.l., contrôlant intégralement Claudius Finance Holding S.à r.l.

³¹ RCS Luxembourg, sous le numéro B 205604.

³² Le capital d'AltaOne Claudius SCA se compose de 71.000 actions divisées en 1 action détenue par l'associé commandité, et 70.999 actions de classes A à E.

³³ RCS Luxembourg, sous le numéro B 205275.

³⁴ Le capital et les droits de vote de Claudius Luxco S.à r.l. sont détenus majoritairement par les affiliés de Silver Lake IV et minoritairement par AltaOne Claudius SCA.

³⁵ RCS Luxembourg, sous le numéro B 205171.

2.2. Structure et objectifs de l'Opération

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de la Cession de Blocs³⁶ portant sur 3.470.156 actions de la Société, soit **37,58%** du capital :

Cédants	Nombre d'actions	% du capital
Groupama	766 037	8,30%
Groupama Gan Vie	1 716 494	18,59%
ICMI	987 625	10,70%
Total Cession de Blocs	3 470 156	37,58%

Les principales conditions de la Cession de Blocs et de l'Offre subséquente, consignées dans le *Share Purchase Agreement* (« **SPA** ») en date du 18 avril 2016 conclu entre Claudius Finance S.à r.l., d'une part, et les Cédants, d'autre part, figurent dans le communiqué³⁷ du 18 avril 2016 annonçant l'Opération :

- le Prix de la Cession de Blocs s'établit à **62,25 €** par action (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) ;
- l'Offre, qui porte sur l'Action et les BAAR³⁸ de la Société, est conditionnée à l'obtention d'un seuil de succès de plus de 50% du capital ou des droits de vote de la Société ; elle valorise le Groupe à environ 580 M€³⁹ ;
- le Prix d'Offre de l'Action, identique au Prix de la Cession de Blocs, s'établit à **62,25 €** (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) et le Prix d'Offre des BAAR à **44,25 €**, étant stipulé que le Complément de Prix égal à **1,25 €** par action et BAAR serait payé dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les conditions⁴⁰ pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire seraient réunies ; le Complément de Prix est donc conçu comme un dispositif incitatif à l'apport à l'Offre des titres détenus par les actionnaires et les porteurs de BAAR ;
- M. Jean-Michel Aulas et M. Patrick Bertrand sont reconduits dans leurs fonctions respectives de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général de la Société ;

³⁶ La Cession de Blocs offre aux Cédants, notamment à Groupama, une fenêtre de liquidité bénéficiant également aux actionnaires et aux porteurs de BAAR dont les titres sont visés par l'Offre.

³⁷ « Cegid annonce un projet de cession de blocs suivi d'une Offre Publique avec un consortium composé de Silver Lake Partners et d'AltaOne ». [[En ligne](#)].

³⁸ Les BAAR, comportant deux souches d'émission, ont fait l'objet d'une note d'opération visée par l'Autorité des Marchés Financiers le 3 septembre 2010 sous le numéro 10-302 ; leurs caractéristiques ont été révisées lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société en date du 29 octobre 2012.

³⁹ Sur une base diluée.

⁴⁰ *I.e.* dans le cas où les actions apportées à l'Offre par les actionnaires de la Société à **Claudius France**, avec la Cession de Blocs par Groupama, Groupama Vie et ICMI à **Claudius Finance S.à r.l.**, représenteraient au moins 95% du capital social et des droits de vote de la Société.

- à la demande du Consortium, M. Jean-Michel Aulas réinvestira une partie du produit de cession des actions détenues par ICMI dans le capital de l'Initiateur *via* AltaOne Claudius SCA.

M. Patrick Bertrand⁴¹, ainsi que d'autres actionnaires⁴², représentant ensemble 7,76% du capital de la Société, se sont par ailleurs engagés à apporter l'intégralité de leurs actions au Prix d'Offre de l'Action⁴³, sans autre contrepartie :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Eximium	465 640	5,04%
Borelly Busines Inc.	78 912	0,85%
Patrick Bertrand	78 263	0,85%
IBM2 Limited	75 304	0,82%
CMJ Holdings	18 000	0,19%
Total engagements d'apport	716 119	7,76%

Ces engagements d'apport et la Cession de Blocs représentent 45,4% du capital de la Société.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

Au 30 juin 2016, les actions et droits de vote⁴⁴ de Cegid Group se répartissent comme suit :

Au 30 juin 2016	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Groupama	2 482 531	26,9%	2 482 531	24,0%
ICMI	987 625	10,7%	1 915 229	18,5%
Cédants	3 470 156	37,6%	4 397 760	42,4%
Dirigeants	79 637	0,9%	117 236	1,1%
Eximium	465 640	5,0%	465 640	4,5%
Public	5 080 064	55,0%	5 246 683	50,6%
Périmètre de l'Offre	5 625 341	60,9%	5 829 559	56,2%
Auto - détention	137 560	1,5%	137 560	1,3%
Total	9 233 057	100%	10 364 879	100%

⁴¹ Compte tenu de l'attribution à M. Patrick Bertrand de 9.007 actions gratuites dont la période de conservation expire le 26 juillet 2016 (§ 4.1.2), l'apport à l'Offre de ces actions est susceptible d'être reporté jusqu'à cette date.

⁴² Dont Eximium, actionnaire historique de Cegid, représenté par M. Baulé.

⁴³ L'engagement d'apport à l'Offre d'Eximium et de M. Patrick Bertrand, représentant ensemble 5,9% du capital, était mentionné dans le communiqué d'annonce de l'Opération.

⁴⁴ Droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11, 2^{ème} alinéa du règlement général de l'AMF (nombre de droits de vote : 10.227.319 (§ 2.1.1) + nombre de droits de vote théoriques afférents aux actions auto-détenues : 137.560 = 10.364.879).

Ledouble

L'Offre porte en conséquence sur les :

- 5.625.341 actions non détenues par Claudius France et Claudius Finance S.à r.l. à l'issue de la Cession de Blocs au bénéfice de Claudius Finance S.à r.l., étant précisé que les actions auto-détenues⁴⁵ ne sont pas apportées à l'Offre ;
- 29.498⁴⁶ BAAR encore exerçables ou actions sous-jacentes aux BAAR en cas d'exercice.

2.4. Financement de l'Offre

L'acquisition de la Cession de Blocs sera financée en fonds propres par le Consortium.

L'Offre subséquente sera financée partiellement en fonds propres et *via* un endettement externe⁴⁷.

2.5. Accords connexes à l'Offre

L'Opération est assortie d'Accords connexes, liés notamment au réinvestissement de M. Jean-Michel Aulas *via* ICMI⁴⁸ dans le capital d'AltaOne Claudius SCA, décrits et analysés infra (§ 8).

⁴⁵ Actions auto-détenues autres que celles susceptibles d'être remises en cas d'exercice des BAAR.

⁴⁶ 29.498 BAAR au 30 juin 2016 *versus* 36.208 BAAR au 31 décembre 2015 (Source : DdR 2015, p. 48 ; p. 164. [\[En ligne\]](#)).

⁴⁷ Nous avons eu connaissance du plan d'affaires établi pour les besoins du financement de l'Opération, sous-tendant le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix et, sous déduction du prix d'exercice, le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix.

⁴⁸ Réinvestissement à proportion de 19,1% du produit brut de cession d'ICMI dans le cadre de la Cession de Blocs.

3. PRÉSENTATION DE CEGID GROUP⁴⁹

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4 et § 5) et des BAAR (§ 6), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché.

3.1. Caractéristiques du marché de l'édition de logiciels

Le secteur de l'édition de logiciels au sens large est dominé par des géants mondiaux (Microsoft, Oracle, SAP et IBM) qui représentent 75% du marché français. Les principaux acteurs français, Dassault Systèmes, Cegedim et Cegid Group, figurent dans le « Top 10 » des éditeurs de logiciels en France.

Dans un marché atomisé et face à l'intensification de la concurrence et à la mutation technologique permanente⁵⁰ dans le secteur, les nombreuses opérations de rapprochement permettent aux éditeurs d'enrichir leurs offres de solutions avec des outils plus complexes et de répondre rapidement aux évolutions du marché.

L'édition de logiciels est l'une des principales branches de la filière informatique divisible en trois segments :

- les **services** (fournisseurs de prestations de conseil, d'intégration de systèmes, d'audit et de services de développement) ;
- le **matériel** (ordinateurs, tablettes tactiles, équipements de réseaux et périphériques) ;
- les **logiciels** (jeux vidéo, logiciels de bureautique et progiciels).

Les acteurs de l'édition de logiciels, au sens générique de ce terme, éditent deux types de produits :

- des **logiciels**, produits informatiques destinés à effectuer des traitements sur ordinateur ;
- des **progiciels**, produits destinés à la gestion de tâches spécifiques pour les entreprises et les administrations, et dont la typologie est assez large : systèmes d'exploitation, applications personnalisées, progiciels horizontaux, verticaux et de gestion Internet/Intranet.

⁴⁹ Principales sources d'informations : entretiens avec la Direction, Xerfi (2016 et 2015), Lemondeinformatique.fr (2016), Gartner (2016), DdR 2015.

⁵⁰ Nonobstant le risque technologique inhérent à cette mutation (erreurs humaines, intrusions externes,...).

Les revenus des éditeurs de logiciels reposent, d'une part, sur la vente de licences et d'abonnements (*SaaS*⁵¹), et, d'autre part, sur des services connexes de support (*help desk*), de maintenance applicative et de formation.

En France, soutenue par l'augmentation des dépenses des entreprises dans les technologies de l'information et de la communication, ainsi que par le dynamisme de solutions dédiés aux *SMACS*⁵², le chiffre d'affaires des éditeurs de logiciels a progressé de 4,0% en 2015, et est attendu en hausse de 5,5% en 2016⁵³.

Le *cloud computing* (*Cloud*) est un concept d'organisation informatique distant opéré par l'intermédiaire d'un réseau Internet. Le *Cloud* se compose de différents outils :

- le *IaaS*⁵⁴ propose des infrastructures informatiques virtualisées telles que l'espace serveur, des connexions réseau, de la bande passante, des adresses IP et des *load balancers*⁵⁵ sur lesquels sont installés des systèmes d'exploitation et des applications ;
- le *PaaS*⁵⁶ procure la plateforme et l'environnement informatique nécessaires aux développeurs pour mettre en place leurs services et applications sur Internet ;
- le *SaaS* fournit des logiciels hébergés sur le serveur d'un prestataire, accessibles à distance et facturés sous forme d'abonnement ou proportionnellement à l'utilisation de certaines ressources.

La montée en puissance du *Cloud* a entraîné la mutation du modèle économique des éditeurs de logiciels au profit de la fourniture d'un service complet en mode souscription (*SaaS*), et au détriment des ventes de licences d'utilisation⁵⁷. On note également l'entrée sur le marché de *pure players* du *SaaS* (NetSuite, Salesforce, Workday, Xero,...).

En effet, grâce aux possibilités du *Cloud*, les logiciels *SaaS* ont connu un essor important pour enregistrer une croissance moyenne annuelle entre 2008 et 2014 de près de 35% en France⁵⁸.

⁵¹ *Software as a Service*.

⁵² *Social, Mobilité, Analytics, Cloud Computing, Cybersécurité*.

⁵³ Source : Xerfi (2016). *L'édition de logiciels*, janvier.

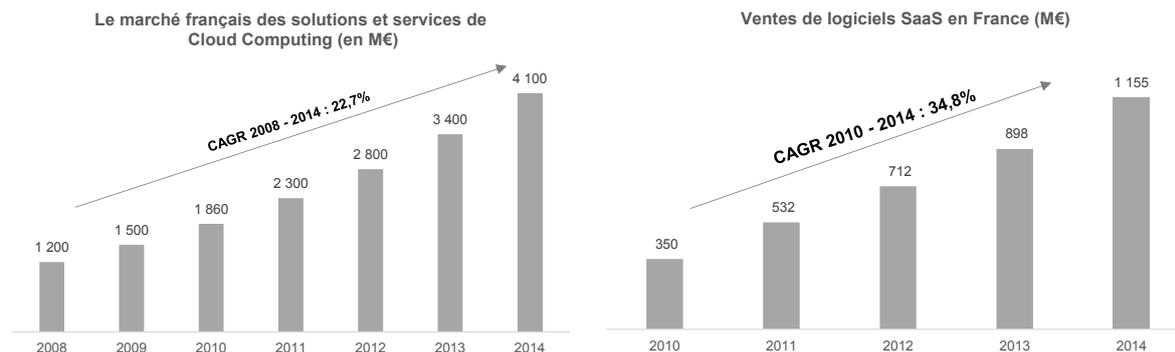
⁵⁴ *Infrastructure as a Service*

⁵⁵ Système de répartition des charges.

⁵⁶ *Platform as a Service*.

⁵⁷ Malgré un retrait des ventes de licences, ces dernières représentaient toutefois encore en 2014 près de 90% des revenus des éditeurs de logiciels.

⁵⁸ Source : Xerfi (2016), *L'édition de logiciels*, janvier.



Ainsi, en utilisant des ressources matérielles distantes pour créer des services accessibles en ligne, ce nouveau modèle *SaaS* a conféré aux éditeurs de logiciels une plus grande récurrence de leurs revenus, *via* la formule d'abonnements et de paiements plus réguliers.

Dans un contexte de mutation progressive des entreprises dans le domaine digital, cette tendance haussière du *Cloud* se poursuit, tant en Europe qu'au niveau mondial. En 2016, le marché global du logiciel (*IaaS*, *PaaS* et *SaaS*) devrait atteindre 204 Md\$, soit une progression de 16,5% par rapport à 2015⁵⁹, dont 37,7 Md\$ pour le segment du *SaaS*, en hausse de 20,3%. En Europe, le marché des services *SaaS* devrait croître de 21,7% pour atteindre 7,8 Md\$.

3.2. Positionnement de Cegid Group sur son secteur

Le Groupe se positionne aujourd'hui comme un acteur majeur de la transformation numérique proposant des éditions de logiciels de gestion et des prestations de services ; il se positionne, à l'échelle mondiale, au quatrième rang des éditeurs de logiciels⁶⁰ destinés aux métiers du commerce spécialisé (*Retail*).

Les offres Cegid, *Yourcegid*, externalisées (*SaaS*) ou internalisées en local (*On Premise*⁶¹) apportent plusieurs types de solutions :

- solutions **transverses** destinées aux directions fonctionnelles des entreprises : gestion, finance, fiscalité, ressources humaines ;
- solutions **métiers** développées pour répondre aux besoins spécifiques de certains secteurs d'activité : profession comptable⁶², entrepreneurs et TPE,

⁵⁹ Source : Le mondeinformatique.fr (janvier 2016), Gartner (2016).

⁶⁰ Les trois premiers éditeurs mondiaux de logiciels sont ECRS, Celarant Technology et SAP (Source : RIS Top Software Leaderbord Top 20). [[En ligne](#)]).

⁶¹ Les logiciels doivent être installés en local sur les ordinateurs.

⁶² La profession comptable, qui constitue le créneau historique du Groupe, tend notamment à être de plus en plus concurrencée.

Retail où le Groupe est historiquement très présent et *Manufacturing* qui représente un potentiel de développement.

En raison de son positionnement, le Groupe a bénéficié récemment d'un flux de décisions réglementaires dans les domaines d'activité de ses clients, favorisant le développement et la commercialisation de ses produits⁶³.

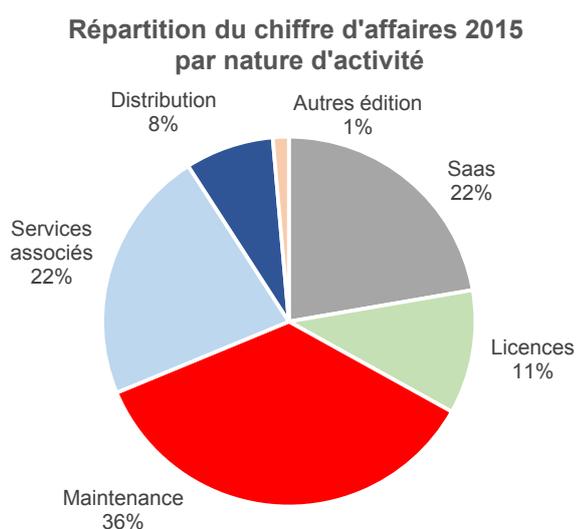
3.2.1. Organisation industrielle et commerciale

Les activités déployées par le Groupe sont structurées autour de trois divisions métiers :

- **Édition** : Cegid Group offre des solutions informatiques en *SaaS* et sous forme de licences, ainsi qu'un service de maintenance ;
- **Services associés** : liés à l'installation et au déploiement de progiciels, à la fourniture de plates-formes systèmes et réseaux, aux prestations de formation et d'assistance ;
- **Distribution et divers** : commercialisation des matériels et services.

3.2.2. Répartition du chiffre d'affaires

En 2015, les licences et la maintenance représentent l'activité la plus importante du Groupe, en cumulant près de la moitié des revenus ; le segment *SaaS*, en forte progression, représente près du quart des revenus *versus* 7% en 2010 (§ 3.4.1.1) :

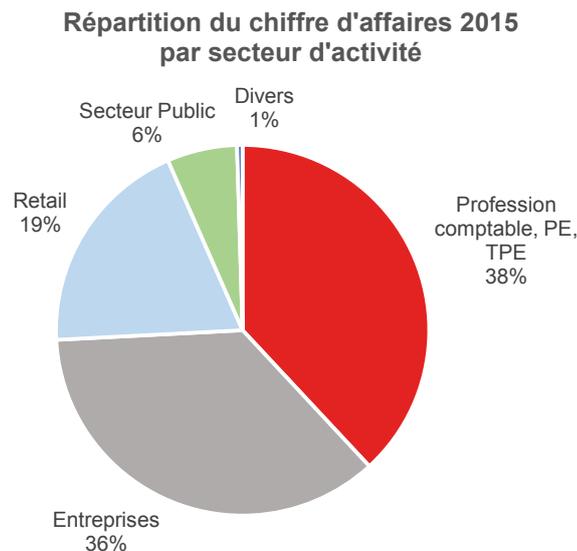


⁶³ Déclarations Sociales Nominatives (DSN), Fichier des Écritures Comptables (FEC),...

Suite à la politique de croissance externe menée par le Groupe au cours des dernières années, Cegid Group a développé sa présence à l'international.

Le Groupe emploie à fin 2015 plus de 2.250 collaborateurs répartis dans 13 pays⁶⁴, avec un ancrage toutefois encore très important en France (environ 90% de l'effectif).

Cegid Group est présent tant dans les grandes entreprises que dans les TPE, et également dans le secteur public⁶⁵ ; la profession comptable libérale, auprès de laquelle le Groupe est historiquement présent, demeure prépondérante :



3.3. Facteurs historiques de croissance et de développement de Cegid Group

Le développement du Groupe est le résultat de la conjonction d'une croissance organique et d'une politique d'acquisitions dont plusieurs, citées ci-après à compter du début des années 2000, ont été structurantes⁶⁶ ; le partenariat industriel avec Groupama, conclu en 2007, a été scellé par l'entrée concomitante de Groupama au capital de la Société :

- **1983** : création de **Cegid** (Compagnie Européenne de Gestion Informatique Décentralisée), dont l'activité principale est la conception et la fabrication industrielle de progiciels de gestion et la fourniture de systèmes informatiques à destination d'une clientèle de cabinets d'expertise comptable et d'audit, ainsi que de PME/PMI ;

⁶⁴ Brésil, Chine, Côte d'Ivoire, Espagne, États-Unis, France, Ile Maurice, Italie, Maroc, Portugal, Royaume-Uni, Russie et Tunisie.

⁶⁵ Collectivités locales et territoriales et établissements publics.

⁶⁶ Source : DdR 2015, pp. 14-21. [[En ligne](#)].

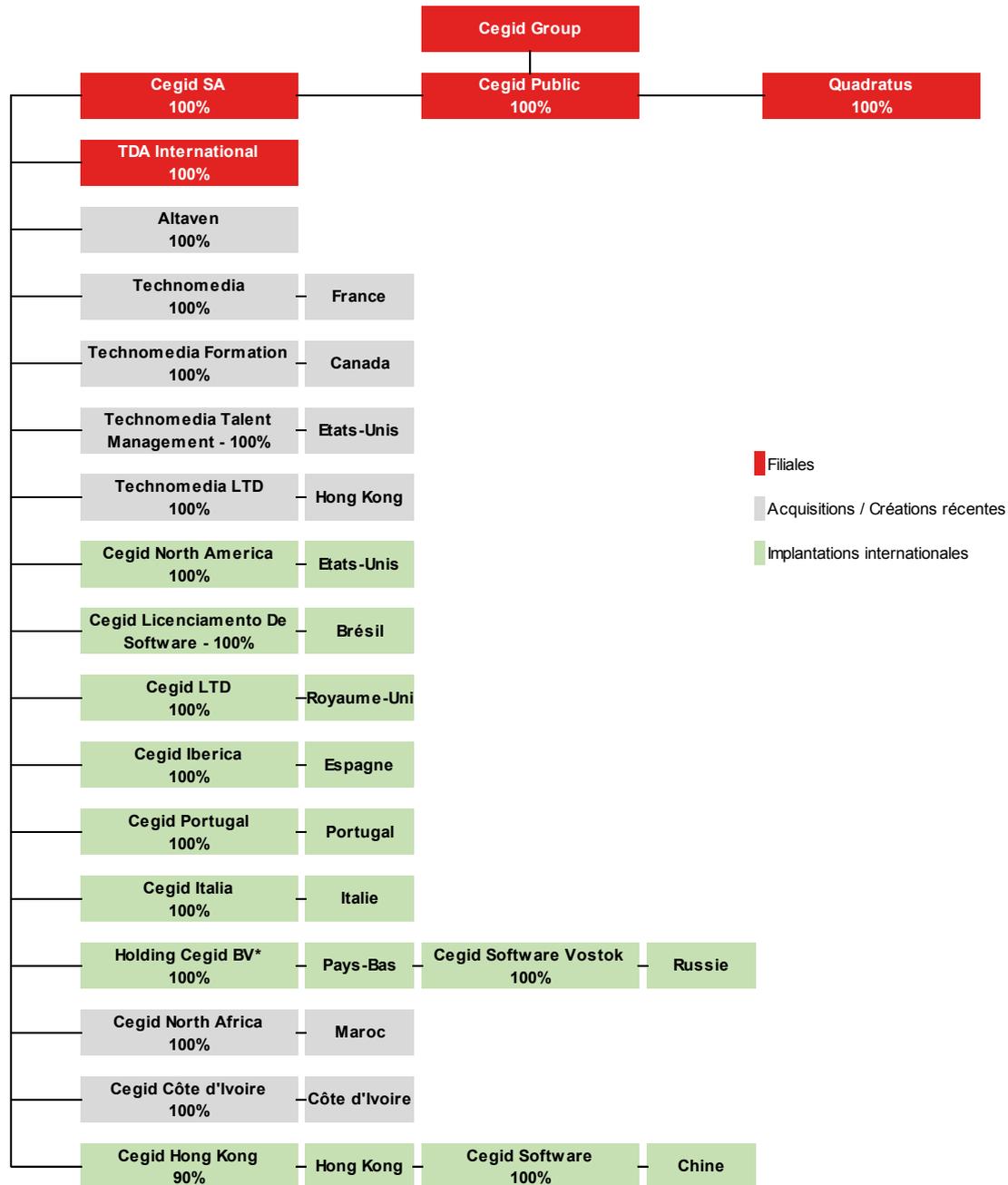
Ledouble

- **1986** : introduction en bourse ;
- **2001** : création d'une filiale aux Etats-Unis, **Cegid Corporation** ;
- **2002** : création d'une filiale en Espagne, **Cegid Espagne** ;
- **2003** : acquisitions de **Quadratus**, éditeur de logiciels destinés aux experts-comptables et aux entreprises, notamment dans le secteur de la propreté et de **Logam**, éditeur des logiciels Profin et Editaxe dédiés aux déclarations fiscales et financières pour les grands groupes ;
- **2004** : acquisition de **CCMX**, dans le domaine des solutions de gestion à destination des entreprises ;
- **2006** : transformation de Cegid, renommée **Cegid Group**, en société holding de contrôle et de gestion de ses filiales opérationnelles ;
- **2007** : partenariat industriel⁶⁷ avec **Groupama / Gan Assurances** ;
- **2008** : création de deux filiales, **Cegid Software Ltd** en Chine et de **Cegid Ltd** au Royaume-Uni ; acquisition de deux sociétés, **VCS Timeless (Retail)** et **Civitas** (Secteur public) ;
- **2010-2011** : acquisition de trois sociétés, **Vedior Front RH** (systèmes d'information des ressources humaines), **Axeteam** (Services) et **GVI Holding – Visa** (Secteur public) ;
- **2012** : acquisition de **TDA International**, éditeur de logiciels complémentaires dédiés aux métiers du social et de la finance, à destination de la profession comptable et des entreprises ; création d'une filiale portugaise, **Cegid Portugal** ;
- **2013** : création d'une filiale au Brésil, **Cegid Brésil** ;
- **2014** : création d'une filiale en Russie, **Cegid Software Vostok** ;
- **2015** : création de deux filiales au Maroc, **Cegid Maroc**, et en Côte d'Ivoire, **Cegid Côte d'Ivoire** ;
- **2015** : acquisition de quatre sociétés, **JDS Solutions**, éditeur et distributeur de solutions de gestion pour le commerce spécialisé ; **Altaven**, éditeur d'une plateforme fiscale à destination des grandes entreprises et des groupes ; **Magelia**, éditeur de plateforme *e-commerce* ; et **Technomedia**,

⁶⁷ En *joint-venture via* Cemagid, dont la société mère, ASPX, est détenue à parité entre Cegid Group et Groupama (4.1.11).

éditeur canadien d'une suite logicielle internationale en mode *SaaS* de gestion du capital humain pour les groupes, entreprises et organismes du secteur public.

L'organigramme du Groupe à fin 2015⁶⁸ est constitué de trois pôles coiffés par Cegid Group : **Cegid SA** regroupant l'ensemble des filiales opérationnelles, **Cegid Public** et **Quadratus** ; il met en évidence le contrôle intégral de Cegid SA, Cegid Public et Quadratus par Cegid Group, et des filiales opérationnelles par Cegid SA :



⁶⁸ Source : DdR 2015, p. 23. [\[En ligne\]](#).

3.4. Analyse historique de la performance de Cegid Group⁶⁹

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la rentabilité de Cegid Group, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA⁷⁰) ou Résultat Opérationnel Courant (EBIT⁷¹), ont connu l'évolution suivante depuis 2010, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

En M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2010/2015
Chiffre d'affaires	249,6	263,8	258,1	259,9	266,6	282,1	2,5%
<i>Var en %</i>	<i>0,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>(2,2%)</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,8%</i>	
Production immobilisée	28,9	32,0	32,8	32,0	31,7	32,4	2,3%
<i>% CA</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,5%</i>	
Excédent Brut d'Exploitation	60,4	62,9	61,4	69,1	71,9	76,8	4,9%
<i>% CA</i>	<i>24,2%</i>	<i>23,8%</i>	<i>23,8%</i>	<i>26,6%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,2%</i>	
Résultat Opérationnel Courant	27,0	29,1	22,7	31,1	35,0	39,1	7,7%
<i>% CA</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,9%</i>	
Résultat Opérationnel⁽¹⁾	30,8	28,2	22,8	31,0	36,5	37,4	4,0%
<i>% CA</i>	<i>12,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,9%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,3%</i>	

⁽¹⁾ Résultat Opérationnel = Résultat Opérationnel Courant - produits et charges non courants. Ces éléments non courants sont essentiellement liés à la prise en compte de charges inhérentes aux projets de croissance externe ou à des cessions.

L'EBITDA retraité de la production immobilisée (« EBITDA cash » ou « EBITDA-Capitalised R&D ») qui en résulte a évolué comme suit sur la même période :

En M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2010/2015
EBITDA	60,4	62,9	61,4	69,1	71,9	76,8	4,9%
Production immobilisée	(28,9)	(32,0)	(32,8)	(32,0)	(31,7)	(32,4)	2,3%
EBITDA cash	31,5	30,9	28,6	37,1	40,2	44,4	7,1%

Après deux années contrastées en 2011 et 2012, le Groupe affiche une croissance tendancielle, tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité ; le recul du chiffre d'affaires sur l'exercice 2012 était principalement lié à la dégradation du contexte économique, à la baisse des ventes « Édition et services associés » suite à une moindre contribution de la réglementation en matière sociale (N4DS⁷²) par rapport à 2011, et à l'externalisation de services d'intégration à des partenaires.

⁶⁹ Source : Documents de référence Cegid Group 2011 à 2015 [En ligne].

⁷⁰ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) assimilé en l'occurrence à *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).

⁷¹ Résultat opérationnel courant (ROC) ou Résultat d'exploitation (REX) ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

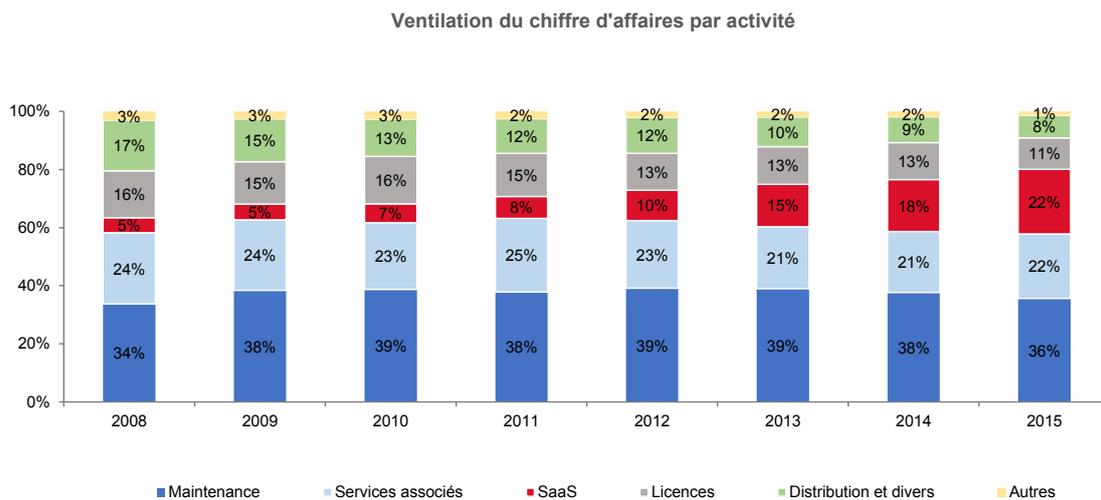
⁷² Déclaration Dématérialisée des Données Sociales.

Alors que la progression annuelle du chiffre d'affaires sur la période 2010-2015 est de l'ordre d'environ 2,5% en moyenne, celle du résultat opérationnel courant ressort en moyenne à 7,7%, portant *in fine* la rentabilité opérationnelle de 10,8% en 2010 à 13,9% en 2015 ; la croissance s'est accélérée au cours des trois dernières années 2013-2015.

3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Les activités du Groupe, dans leur ensemble, ont profité notamment :

- de la forte croissance des activités de services *Cloud / SaaS* ;
- de la mise sur le marché de nouvelles offres répondant au concept stratégique MoBiClo™⁷³ de Cegid Group ;
- de l'accélération des acquisitions du Groupe, notamment à l'international : Technomedia dans le domaine des Ressources Humaines, JDS Solutions dans le *Retail*, Altaven en fiscalité (§ 3.3).



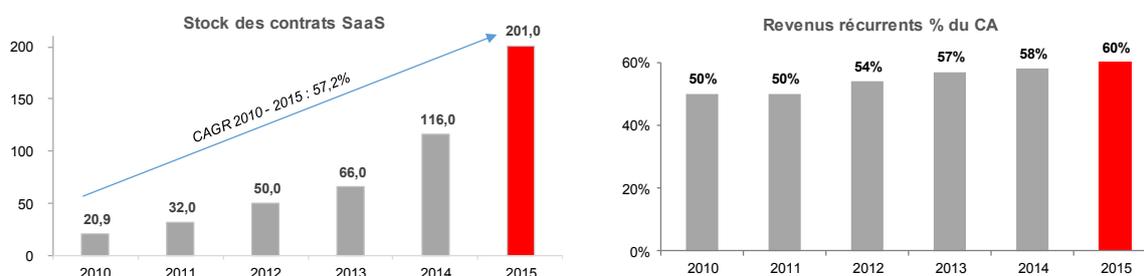
Sur longue période et à compter de l'émergence du *SaaS* en 2008, l'évolution de la répartition du chiffre d'affaires par activité, illustrée ci-dessus, met en évidence :

- la part croissante des activités *SaaS* gagnée sur celle des licences ;
- la stabilité de l'activité « Maintenance » en part relative ;
- le recul régulier de l'activité « Distribution et divers », en ligne avec la stratégie

⁷³ MoBiClo™ (Mobilité, *Business Intelligence*, *Cloud*) repose sur un socle technologique offrant aux utilisateurs un accès facile aux informations au travers de plateformes collaboratives. Ce concept permet la création de nouvelles plateformes métiers pour de nouveaux usages (profession comptable, secteur public, *Retail*...) et est à l'origine du *Cloud to Cloud* (accord Microsoft avec Office 365 désignant les formules permettant de louer la dernière version de Microsoft Office en abonnement mensuel ou annuel, par opposition aux licences Office 2016 dites perpétuelles, qui sont installées pour une durée indéterminée sur un seul ordinateur à la fois).

de recentrage sur les activités d'Édition, et notamment les offres *SaaS*, menée par le Groupe.

Depuis 2010, avec un stock de contrats *SaaS*⁷⁴ qui ne cesse de progresser, la part récurrente du chiffre d'affaires atteint 60%⁷⁵ en 2015 :



Le chiffre d'affaires récurrent du Groupe est principalement constitué des contrats de maintenance issus des ventes de licences et matériels, ainsi que des contrats *SaaS* ; l'ensemble de ces contrats sont majoritairement facturés trimestriellement et lui procurent des ressources financières régulières.

3.4.1.2. Profitabilité opérationnelle

L'amélioration continue, tant en valeur nominale que relative, de l'Excédent Brut d'Exploitation et du Résultat Opérationnel Courant résulte de l'optimisation des achats, de la montée en puissance des activités récurrentes liées au *SaaS* et d'une meilleure rentabilisation du *Cloud* privé⁷⁶ construit dans les *data centers* IBM⁷⁷.

Le Résultat Opérationnel Courant ressort en 2015 à 39,1 M€, soit une marge opérationnelle courante à 13,9 % en progression sensible depuis 5 ans (10,8 % en 2010).

⁷⁴ Valeur actualisée des contrats *SaaS* (Source : DdR 2015, p. 27 ; p. 29).

⁷⁵ Versus 64% au cours du premier trimestre 2016.

⁷⁶ Le *Cloud* privé assure une sécurité particulière d'accès aux applications, à laquelle une partie de la clientèle, notamment professionnelle, est attentive.

⁷⁷ IBM met à disposition l'infrastructure *IaaS* nécessaire aux services en ligne proposés par le Groupe.

3.4.2. Structure bilancielle

En distinguant principalement le Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») et la trésorerie, la structure bilancielle de Cegid Group a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

En M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ecart d'acquisition	186,4	193,1	196,9	192,7	190,4	225,8
Frais de développement	57,8	61,6	64,5	65,5	65,2	70,1
Relation clientèle et marques	10,6	10,2	9,8	11,4	10,4	23,0
Immobilisations incorporelles	1,6	1,4	4,7	4,9	5,6	5,5
Immobilisations corporelles	5,8	6,7	3,3	4,9	5,7	7,0
Dépôts et cautionnements	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5
Actif immobilisé	76,3	80,4	82,7	87,1	87,2	106,1
Impôts différés	(4,3)	(3,2)	(3,3)	(3,2)	(1,2)	(9,9)
BFR	(6,0)	(5,9)	(3,3)	(9,4)	(10,6)	(14,2)
Actif économique	252,3	264,4	273,0	267,3	265,9	307,7
Autres actifs / passifs	5,0	(2,9)	(3,6)	(0,8)	0,6	(0,7)
Provisions pour risques et charges	(15,5)	(16,8)	(19,3)	(19,9)	(22,7)	(22,8)
Minoritaires	-	-	-	-	-	-
Trésorerie et équivalent de trésorerie	3,5	1,5	3,1	5,9	8,4	6,8
Emprunts et dettes financières	(71,4)	(65,3)	(71,7)	(60,6)	(50,8)	(72,1)
Dettes nettes comptables	(67,9)	(63,8)	(68,7)	(54,7)	(42,5)	(65,3)
Actif net	174,0	180,9	181,4	191,8	201,4	218,9

3.4.2.1. Écart d'acquisition

L'évolution de l'activité de Cegid Group est rythmée par les opérations de croissance externe, dont l'effet cumulatif transparaît dans les écarts d'acquisition (§ 3.3).

3.4.2.2. Frais de développement⁷⁸

Les coûts de développement engagés par le Groupe dans le cadre de son activité d'Édition, par la création de progiciels commercialisables, concernent essentiellement des développements applicatifs et font l'objet d'un suivi individualisé.

Les frais de développement sont amortis sur des durées différentes selon le type d'actif incorporel :

- 5 ans pour les plates-formes technologiques récentes (Cegid *business Plate-forme, .net, full web*) ;
- 3 ans pour les autres plates-formes de développement ;
- 1 an pour les dépenses de paramétrage relatives aux produits millésimés.

⁷⁸ Source : Document de Référence 2015, Note 2.1.4, p 108. [\[En ligne\]](#).

Les frais de développement ont notablement progressé sur la période 2010-2015, la production immobilisée se stabilisant à environ 12% du chiffre d'affaires (§ 3.4.1) :

En M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Frais de développement	57,8	61,6	64,5	65,5	65,2	70,1
<i>% actifs incorporels</i>	<i>82,6%</i>	<i>84,1%</i>	<i>81,6%</i>	<i>80,1%</i>	<i>80,3%</i>	<i>71,1%</i>
Production immobilisée	28,9	32,0	32,8	32,0	31,7	32,4
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,5%</i>

Au titre de ses activités de R&D, le Groupe bénéficie depuis 2011 du dispositif de crédit d'impôt recherche (« CIR »)⁷⁹.

3.4.2.3. Relation clientèle et marques⁸⁰

La relation clientèle et les marques correspondent principalement à des actifs incorporels reconnus dans le cadre des opérations de croissance externe (§ 3.3).

3.4.2.4. Autres immobilisations incorporelles⁸¹

Les autres immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées de logiciels acquis en externe.

3.4.2.5. Immobilisations corporelles⁸²

Les immobilisations corporelles comprennent les installations techniques, matériels et outillages. Des investissements concernant essentiellement l'infrastructure informatique du Groupe, l'équipement de la plateforme *SaaS* et des travaux d'aménagement des locaux ont été réalisés en 2015.

3.4.2.6. Besoin en Fonds de Roulement

Historiquement, la société dispose en fin d'année d'un Fonds de Roulement (BFR) négatif *i.e.* source de *cash*, tendant vers (5%) du chiffre d'affaires (18 jours) à fin 2015, sous l'effet notamment des produits constatés d'avance liés aux préparations :

⁷⁹ La société Technomedia, acquise fin 2015, bénéficie également de plusieurs dispositifs de crédits d'impôt.

⁸⁰ Source : DdR 2015, Note 2.1.4, p. 107. [\[En ligne\]](#).

⁸¹ Source : DdR 2015, Note 2.1.5, p. 107. [\[En ligne\]](#).

⁸² Source : DdR 2015, Note 2.2, p. 107. [\[En ligne\]](#).

En M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stocks	0,7	1,2	0,7	0,6	1,4	1,0
Clients	66,4	71,7	62,5	63,2	66,2	70,0
Fournisseurs	(22,3)	(24,0)	(21,0)	(21,8)	(25,5)	(31,9)
Personnel	(34,4)	(39,3)	(36,2)	(38,6)	(39,0)	(40,7)
Etat, taxes sur chiffre d'affaires	(2,5)	(3,4)	(2,5)	(1,8)	(1,3)	(1,3)
Etat, impôt sur les bénéfices	(2,0)	(1,3)	3,0	(1,7)	1,0	6,1
Créances CEMAGID	1,0	2,5	2,7	1,3	0,4	0,1
Autres dettes fiscales et sociales	(6,6)	(9,1)	(7,5)	(5,3)	(5,1)	(6,9)
Autres créances courantes	0,9	2,2	2,0	2,3	1,7	1,9
CCA	2,8	3,6	3,6	3,3	3,8	4,9
PCA	(9,9)	(9,9)	(10,6)	(10,9)	(14,2)	(17,4)
BFR	(6,0)	(5,9)	(3,3)	(9,4)	(10,6)	(14,2)
BFR / CA	(2,4%)	(2,2%)	(1,3%)	(3,6%)	(4,0%)	(5,0%)
BFR (en jours de CA)	(9) j	(8) j	(5) j	(13) j	(14) j	(18) j

3.4.2.7. Provisions pour risques et charges⁸³

Les provisions non courantes, relatives aux engagements de retraite et avantages au personnel, d'un montant de 17,4 M€ au 31 décembre 2015, représentent à elles seules plus de trois-quarts des provisions pour risques et charges, le solde étant constitué de diverses provisions courantes couvrant notamment des litiges sociaux et litiges clientèle.

3.4.2.8. Emprunts et dettes financières⁸⁴

Les emprunts et dettes financières sont constitués essentiellement de la ligne de tirage de **70 M€** utilisée par le Groupe au 31 décembre 2015, étant précisé qu'en prévision des investissements à venir, la ligne de crédit a été renouvelée pour un montant de **200 M€** jusqu'en mars 2019, puis **160 M€** en mars 2020 et **130 M€** en mars 2021 et mars 2022⁸⁵.

3.4.2.9. Impôts différés⁸⁶

Les impôts différés passifs nets au 31 décembre 2015, comptabilisés à hauteur de **9,9 M€**, intègrent notamment des impôts différés actif à proportion de 0,2 M€ au titre des déficits reportables activés et de 5,8 M€ au titre des provisions de retraite et avantages au personnel.

⁸³ Source : DdR 2015, Note 4.6, pp. 127-128. [\[En ligne\]](#).

⁸⁴ Source : DdR 2015, Note 4.3.2, p. 123. [\[En ligne\]](#).

⁸⁵ Au titre du contrat de crédit, Cegid Group s'engage à respecter le covenant de 3x exprimé par l'endettement financier net rapporté à la moyenne des excédents bruts d'exploitation consolidés des deux derniers exercices.

⁸⁶ Source : DdR 2015, Note 4.4, p. 125. [\[En ligne\]](#).

3.5. Synthèse

En synthèse, la matrice *Swot*, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Acteur majeur de la transformation numérique : <i>leader</i> en France dans les logiciels de gestion SaaS et 4ème éditeur de logiciels destinés aux métiers du commerce spécialisé (<i>Retail</i>) au niveau mondial - Mutation réussie du <i>business model</i> vers le SaaS (22% du chiffre d'affaires en 2015 <i>versus</i> 5% en 2008) - Capacité du Groupe à proposer une large couverture d'offres transverses de solutions par métier et par fonction et <i>continuum</i> de nouvelles offres innovantes - Modèle économique permettant de générer des revenus récurrents (60% du chiffre d'affaires 2015) - Structure financière solide et maîtrise de la dette proportionnée aux investissements liés à la politique de croissance externe 	<ul style="list-style-type: none"> - Taille critique insuffisante sur le manufacturing et le secteur public et présence limitée à l'international (<10% du chiffre d'affaires 2015) en dépit de nombreuses implantations à l'étranger - Concurrence sur certaines solutions professionnelles - Rentabilité opérationnelle conditionnée par les investissements en SaaS et les acquisitions
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Croissance dynamique du marché du SaaS - Large potentiel de développement à l'international par croissance externe - Partenariat avec IBM dans le <i>Cloud</i> privé répondant aux besoins d'une partie des clients - Mutation des entreprises en matière digitale - Bénéfice du flux récurrent des décisions réglementaires (DSN, FEC,...) 	<ul style="list-style-type: none"> - Risque de cannibalisation entre les offres licences et SaaS - Taux d'équipement en logiciel élevé de certains secteurs d'activité (professions du chiffre) et risque de saturation - Acteurs et nouveaux entrants <i>pure player</i> dans le SaaS (NetSuite, Salesforce, Workday, Xero,...) - Risque technologique (erreurs humaines, intrusions externes,...)

4. ÉVALUATION DE L'ACTION

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables, financières et fiscales de la Société et du Groupe (§ 4.1),
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2),
- la référence au cours de bourse, justifiée au regard du suivi du titre par plusieurs analystes nonobstant le niveau relatif de liquidité du titre (§ 4.3),
- les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 4.4 et § 4.5).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

Cegid Group établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose en application du règlement européen n°1606/2002 visant les sociétés cotées.

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁸⁷.

4.1.2. Nombre d'actions⁸⁸

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons pris en compte pour la valorisation du titre Cegid Group, soit **9.127.257** actions, s'entend au 31 décembre 2015 ; il intègre les éléments suivants après annulation des actions auto-détenues et prise en compte de l'exercice des BAAR⁸⁹ :

- un volant de 9.233.057 actions en circulation⁹⁰ ;
- minoré des 142.008 actions⁹¹ auto-détenues ;

⁸⁷ Source : DdR 2015, pp. 136-137. [\[En ligne\]](#).

⁸⁸ Source : DdR 2015, p. 48 ; p. 126 ; p. 164 ; p. 171. [\[En ligne\]](#).

⁸⁹ Compte tenu de la masse des actions en circulation en comparaison du nombre d'instruments dilutifs, l'incidence de ces derniers sur la valorisation de l'Action est peu significative.

⁹⁰ Nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2015, invariant depuis lors (§ 2.3).

⁹¹ Dont 36.208 actions en regard du même nombre de BAAR susceptibles d'être exercés et 5.017 actions affectées au contrat de liquidité.

- majoré de 36.208 actions⁹² issues de l'exercice⁹³ des BAAR :

Nombre dilué d'actions CEGID	
Nombre d'actions en circulation	9 233 057
Actions auto-détenues	(142 008)
BAAR	36 208
Nombre dilué d'actions	9 127 257

Il n'existe plus de plan d'actions gratuites en cours ; nous n'avons pas retraité les 86.698 actions gratuites⁹⁴ qui ont été attribuées définitivement en juillet 2014 et qui se trouvent *de facto* déjà en circulation.

4.1.3. Date d'évaluation

L'évaluation du titre Cegid Group est effectuée sur la base des comptes consolidés au **31 décembre 2015**.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Cegid Group est le **15 avril 2016**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.3.2) et le taux d'actualisation du Plan d'affaires combiné tel que défini *infra* (§ 4.4) ont été déterminés sur la base des données au **30 juin 2016**.

4.1.4. Endettement net financier

4.1.4.1. Endettement net financier en valorisation intrinsèque

L'endettement net financier de **82,2 M€** que nous retenons dans nos travaux de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4) est constitué de :

- l'endettement net comptable du Groupe, d'un montant de **65,3 M€** au 31 décembre 2015 (§ 3.4.2),

⁹² Nous tenons compte par ailleurs, dans le calcul de la dette financière nette ajustée, de la trésorerie résultant de l'exercice de ces BAAR (§ 4.1.4.1 et § 4.1.4.2) : Nombre d'actions émises par l'exercice des BAAR : 36.208 x Prix d'exercice : 18 € = **0,7 M€**.

⁹³ Les BAAR seront exercés contre des actions auto-détenues.

⁹⁴ Les actions gratuites sont soumises à une période de conservation de 2 ans, soit jusqu'au 26 juillet 2016.

- majoré (i) des provisions pour retraite nettes d'impôt différé⁹⁵, (ii) des provisions courantes et (iii) des dettes relatives à l'acquisition de sociétés (*earn-out*) ainsi qu'à l'acquisition d'immobilisations ;
- minoré (i) des impôts différés actifs afférents aux déficits reportables, (ii) de divers actifs considérés comme liquides, dont ceux destinés à la vente⁹⁶ ainsi que (iii) de la trésorerie provenant de l'exercice potentiel des BAAR en regard du nombre d'actions dilué (§ 4.1.2) :

En M€	
Dettes nettes comptables	(65,3)
Provisions pour retraites nettes	(11,6)
Autres provisions	(5,4)
Dettes relatives à l'acquisition de sociétés	(1,6)
Dettes relatives à l'acquisition d'immobilisations	(2,8)
Impôts différés actifs sur déficits reportables activés	0,2
Actifs et passifs destinés à la vente	1,3
Autres actifs	2,3
Trésorerie provenant de l'exercice des BAAR	0,7
Dettes financières nettes	(82,2)

L'évaluation de l'Action étant présentée par convention, dans l'ensemble du Rapport, dividende au titre de l'exercice 2015 attaché (§ 1.6), nous n'avons pas tenu compte, dans la construction de l'endettement net financier, de la sortie de trésorerie inhérente au versement des dividendes.

4.1.4.2. Endettement net financier en valorisation analogique

Nous retenons pour nos travaux de valorisation analogique l'endettement net comptable du Groupe au 31 décembre 2015, en l'ajustant exclusivement de la trésorerie provenant de l'exercice des BAAR en regard du nombre d'actions dilué (§ 4.1.2)⁹⁷ :

En M€	
Dettes nettes comptables	(65,3)
Trésorerie provenant de l'exercice des BAAR	0,7
Dettes financières nettes	(64,7)

⁹⁵ Un impôt différé a été décompté des provisions pour retraite et avantages au personnel, considérées comme déductibles à terme, lors de leur décaissement.

⁹⁶ Les autres actifs regroupent les participations dans les entreprises associées (ASPX, société mère de Cemagid, détenue à parité avec Groupama), les prêts et des actifs évalués en juste valeur.

⁹⁷ Pour mémoire, et par référence à nos bases de données, les provisions pour risques et charges ne sont pas intégrées dans la dette nette des comparables.

4.1.5. *Impairment tests*

Au 31 décembre 2015, les tests d'*impairment* ont été réalisés sur les Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) que constituent les filiales de Cegid Group, dont principalement Cegid SA (§ 3.4.2.1).

Pour l'ensemble des UGT, les données issues des plans d'affaires à moyen terme ont été actualisées au taux de 8,1%. A l'issue des périodes de prévisions explicites, les valeurs terminales ont été estimées à partir d'un flux de trésorerie normatif assorti d'un taux de croissance à l'infini de 2%.⁹⁸

4.1.6. *Frais de recherche et développement*

Les frais de recherche et développement (R&D) font l'objet d'activation selon les dispositions de l'IAS 38 (§ 3.4.2.2).

4.1.7. *Relations clientèle et marques*

La valorisation des relations clientèles et des marques, constitutives d'actifs incorporels reconnus à l'occasion des opérations successives de croissance externe, donne lieu à un suivi pluriannuel (§ 3.4.2.3).

La juste valeur de la relation clientèle est évaluée selon la méthode du surprofit ; cet actif est amorti en fonction de la durée de vie du portefeuille clients soit 7 ans ou 15 ans⁹⁹.

La juste valeur des marques est évaluée selon la méthode d'actualisation des flux de redevance. Les marques relatives aux progiciels sont considérées :

- soit à durée de vie indéfinie, et ne sont pas amorties dès lors qu'elles font l'objet d'un test de dépréciation,
- soit à durée de vie définie en fonction du portefeuille clients utilisant ces progiciels, et sont amorties.

4.1.8. *Provisions pour risques et charges*

La société dispose d'un volant de provisions pour risques et charges, réparties à fin 2015 à proportion de 17,4 M€ de provisions de retraite et avantages au personnel et de 5,4 M€ de provisions courantes¹⁰⁰ (§ 3.4.2.7).

⁹⁸ Taux de croissance identique à celui retenu en 2014.

⁹⁹ Source : DdR 2015, p. 107.

¹⁰⁰ Dont litiges sociaux (1,9 M€), litiges clients (1,3 M€) et autres provisions (2,2 M€).

L'impôt différé actif attaché aux engagements envers le personnel comptabilisé au 31 décembre 2015 s'élève à 5,8 M€ (§ 3.4.2.9), réduisant le montant net de ces provisions non courantes à 11,6 M€.

4.1.9. Reconnaissance des revenus¹⁰¹

Le chiffre d'affaires des licences, progiciels et logiciels (activité Édition) est constaté à leur livraison tandis que celui lié aux activités récurrentes de maintenance, du *SaaS* et des prestations de services (activité Services associés) l'est au fur et à mesure de leur réalisation.

Le chiffre d'affaires récurrent est reconnu *pro rata temporis* (tant pour l'activité Édition que pour celle de Services associés).

4.1.10. Production immobilisée¹⁰²

Les coûts de développement engagés par le Groupe dans le cadre de son activité Édition concernent essentiellement des développements applicatifs et font l'objet d'un suivi individualisé (§ 3.4.2.2). Leur évaluation est effectuée en fonction des charges directes de salaires majorées des charges sociales et de frais de fonctionnement alloués.

4.1.11. Imposition

Le groupe d'intégration fiscale¹⁰³ se limite à trois entités françaises, dont Cegid SA.

Dans nos travaux d'évaluation, nous avons toutefois pris en considération l'impact de l'économie d'impôt attachée à l'imputation de l'ensemble des déficits reportables se rattachant aux sociétés étrangères¹⁰⁴.

4.1.12. Opérations en devises

En lien avec l'accroissement des activités à l'international et des opérations de croissance externe, Cegid Group, exposé à la parité EUR/USD, EUR/CAD et EUR/GBP, couvre son risque de change sur ces devises. Au regard du volume des activités exercées par le Groupe à l'international, à court et moyen termes, le risque de change est maîtrisé.

¹⁰¹ Source : DdR 2015, Note 2.20.1, p. 114.

¹⁰² Source : DdR 2015, Note 2.20.2, p. 114.

¹⁰³ Outre Cegid SA, le groupe d'intégration fiscale comprend ASPX SARL (société mère de Cemagid qui en détient la moitié du capital, l'autre moitié étant répartie entre Groupama SA et Gan Assurance) et TDA International SASU (§ 3.3).

¹⁰⁴ Au 31 décembre 2015, le montant des actifs d'impôts non comptabilisés s'élève à **4,1 M€** pour les filiales étrangères ; source : DdR 2015, Note 4.4, p. 125. [\[En ligne\]](#).

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de la référence à l'Actif Net Réévalué (§ 4.2.1), de l'actualisation des dividendes (§ 4.2.2) et des multiples transactionnels (§ 4.2.3).

4.2.1. Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou au hors-bilan à ce jour ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC.

4.2.2. Actualisation des dividendes

La Société a versé les dividendes suivants au titre des cinq derniers exercices ; le dividende par action de 1,25 € au titre de 2015, proposé le 1^{er} mars 2016 à l'occasion de la présentation des résultats annuels par le Conseil d'Administration, a été approuvé en Assemblée Générale des actionnaires le 9 mai 2016, et payé le 13 mai 2016 :

€ / action	2011	2012	2013	2014	2015
Dividende par action au titre de l'exercice N	1,05 €	1,05 €	1,10 €	1,20 €	1,25 €

Nous avons mis en oeuvre l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.4).

4.2.3. Valorisation analogique par les transactions

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous paraît pas pertinente, dans la mesure où peu de transactions sont intervenues récemment dans le secteur de l'édition de logiciels de gestion et de prestations de services, et où l'information qui s'en dégage est parcellaire.

À titre informatif, nous avons calculé la valeur des fonds propres de Cegid Group par application du multiple d'EBIT médian calculé sur une sélection de transactions présentée en **annexe 9**¹⁰⁵ ; il en ressortirait un prix de l'Action en ligne avec le Prix d'Offre de l'Action (62,25 €) ; ce constat est toutefois à relativiser au regard de l'écart type important entre les données dont nous disposons :

¹⁰⁵ Nous avons retraité les multiples d'une prime de contrôle.

	VE/EBIT
Multiple médian	14,9x
Agrégat	42,6
Valeur d'entreprise (M€)	633,9
Dette nette (M€)	(64,7)
Valeur des fonds propres (m€)	569,2
Nombre d'actions (M)	9,1
Valeur par action (€)	62,4 €

Par ailleurs, la valorisation de l'Action par référence au multiple de chiffre d'affaires extériorisé par l'acquisition en 2015 de Technomedia, qui constitue la transaction interne au Groupe la plus récente et la plus significative, induirait une valeur inférieure au Prix d'Offre de l'Action.

Plus généralement, les opérations de croissance externe de Cegid Group ont porté historiquement sur des cibles d'une taille notoirement inférieure à la sienne et, de ce fait, n'ont pas été retenues dans les transactions comparables.

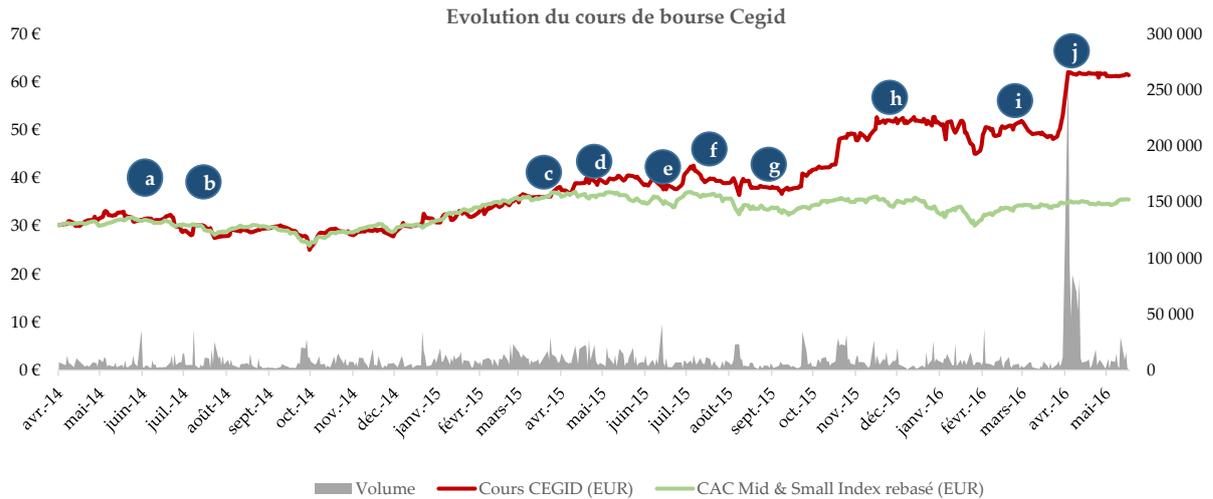
4.3. Référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi.

4.3.1.1. Analyse historique du cours de bourse

Introduite en bourse en 1986, puis transférée au premier marché en 1989, l'Action est cotée sur le marché Euronext Paris (compartiment B).

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours de l'Action par rapport à l'indice CAC Mid & Small observé au 15 avril 2016, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération :



Date	Événement
a 18 juin 2014	Cession de Cegid hospitality business (hôtellerie-restauration) à SequoiaSoft
b 23 juillet 2014	Présentation des résultats semestriels
c 10 mars 2015	Présentation des résultats annuels et annonce d'un dividende de 1,2 € par action
d 29 avril 2015	Annonce de l'acquisition de JDS Solutions
e 17 juin 2015	Annonce de l'acquisition d'Altaven
f 22 juillet 2015	Présentation des résultats semestriels
g 10 septembre 2015	Annonce de l'acquisition de Magelia
h 1er décembre 2015	Annonce de l'acquisition de Technomedia
i 1er mars 2016	Présentation des résultats annuels et annonce d'un dividende de 1,25 € par action
j 18 avril 2016	Annonce de l'Opération

Les principales évolutions du cours de bourse de Cegid Group au cours de la période d'observations sont les suivantes :

- une relative stabilité du titre entre avril 2014 et mars 2015 ;
- une surperformance continue de l'Action depuis mars 2015 par rapport à l'indice de référence retenu, sous l'effet des bons résultats et de l'accélération de la croissance du chiffre d'affaires *SaaS* saluée par les analystes :
 - o une appréciation notable du titre (+35%) entre juillet 2015 et décembre 2015 dans le sillage des acquisitions successives de Magelia et Technomedia (§ 3.3) ;
 - o une relative stabilité du titre sur le début de l'année 2016 ;

- o une hausse de 17% suite à l'annonce de l'Opération, la cotation de l'Action rejoignant mécaniquement le Prix d'Offre de l'Action¹⁰⁶.

Le tableau ci-dessous¹⁰⁷ synthétise la moyenne des cours pondérés par les volumes au 15 avril 2016, sur une période étirée à 24 mois, afin d'apprécier l'incidence de la progression finalement assez récente de la cotation de l'Action :

Date de référence	15-avr.-16
Spot	53,1 €
Moyenne pondérée 1 mois	50,0 €
Moyenne pondérée 2 mois	49,8 €
Moyenne pondérée 3 mois	49,6 €
Moyenne pondérée 6 mois	49,0 €
Moyenne pondérée 12 mois	44,0 €
Moyenne pondérée 24 mois	37,7 €
+ bas 12 mois	36,5 €
+ haut 12 mois	53,1 €

Il ressort de l'analyse boursière que l'action Cegid Group évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de 36,5 € à 53,1 € durant les 24 derniers mois de négociation ; le cours *spot* au 15 avril 2016 se situe à 53,1 €, correspondant au cours le plus haut sur 12 mois.

Sur la base d'un flottant qui représente près de 55% du capital, moins de la moitié des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération.

Sur une longue période, le Prix d'Offre s'avère supérieur à l'historique de cours.

4.3.1.2. Cours Cible

Le titre Cegid Group est régulièrement suivi par trois analystes, dont nous avons relevé les dernières recommandations avant l'annonce :

Broker	Date	Recommandation	Cours cible
CM - CIC	15/04/16	Achat	58,0 €
Gilbert Dupont	15/04/16	Achat	58,0 €
Louis Capital Market	15/04/16	Achat	60,0 €
Moyenne			58,7 €
Mediane			58,0 €

¹⁰⁶ Nous n'avons pas constaté de surenchère sur le prix d'Offre de l'Action depuis l'annonce de l'Opération.

¹⁰⁷ Source : *Bloomberg*.

L'ensemble des objectifs de cours fixés par les analystes avant l'annonce de l'Opération étaient inférieurs au Prix d'Offre de l'Action.

A la suite de l'annonce de l'Opération¹⁰⁸, Gilbert Dupont s'est aligné sur le Prix d'Offre de l'Action et CM-CIC a maintenu son objectif de cours pré-annonce ; Louis Capital Market indique que le Prix d'Offre de l'Action est proche de son objectif de cours pré-Opération et relève son objectif de cours à 70 €.

4.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flows (DCF)*

Nous avons recherché une valeur intrinsèque du Groupe et de l'Action en actualisant, à compter du 31 décembre 2015, les flux prévisionnels de trésorerie sur la période 2016-2020 issus de l'agrégation, d'une part, du plan d'affaires de Cegid Group *stand alone i.e.* hors Technomedia sous-tendant les tests d'*impairment* au 31 décembre 2015 et, d'autre part, du plan d'affaires de Technomedia avant le rapprochement avec Cegid Group, intervenu fin 2015 (le « *Plan d'affaires combiné* ») (§ 4.4.4).

4.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles¹⁰⁹ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

¹⁰⁸ Le 19 avril 2016.

¹⁰⁹ Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

4.4.2. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé sur la base du coût du capital (*Cost of Capital* ou **CoC**) ; le taux d'actualisation est ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise, non endetté.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant à un beta désendetté¹¹⁰ de Cegid Group qui est estimé à **0,86**¹¹¹. Les autres éléments entrant dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de **0,77%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹¹² ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,23%**¹¹³ ;

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé à **7,87%** ; nous ne l'avons affecté d'aucune prime de taille, afin d'extérioriser un maximum de valeur :

Coût du capital	
Taux sans risque	0,77%
Beta désendetté	0,86
Prime de risque	8,23%
CoC	7,87%

4.4.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de **2%** à l'horizon du Plan d'affaires combiné, en lien avec (i) les prévisions d'inflation à long terme en Europe¹¹⁴ et (ii) les taux de croissance retenus par le Groupe pour ses tests d'*impairment*¹¹⁵.

¹¹⁰ Beta hebdomadaire 5 ans.

¹¹¹ Le coefficient de corrélation de 0,23 de l'action Cegid Group par rapport au marché a été jugé satisfaisant au regard de notre échantillon de sociétés réputées comparables ; pour mémoire, le dernier beta de l'actif économique estimé par Damodaran pour le secteur de « *Software & Application* », sur un échantillon beaucoup plus large de sociétés, est sensiblement supérieur (égal à 1,25).

¹¹² Source : Banque de France. [\[En ligne\]](#).

¹¹³ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,77%, induit une prime de risque de **8,23%**.

¹¹⁴ FMI (2016). Taux de croissance compatible avec les prévisions. « *Perspective de l'économie mondiale* », avril 2016, p. 38. [\[En ligne\]](#).

¹¹⁵ Source : DdR 2015, Note 4.1.3, p. 118. [\[En ligne\]](#).

4.4.4. Plan d'affaires combiné

Nous avons analysé de façon critique les plans d'affaires de Cegid Group *stand alone* i.e. hors Technomedia, d'une part, et de Technomedia, d'autre part, et avons discuté avec nos interlocuteurs des hypothèses envisagées ; les projections du plan d'affaires de Cegid Group *stand alone*, présentées au Comité d'audit de la Société, sous-tendent les tests d'*impairment* réalisés à fin 2015 au sein de Cegid SA¹¹⁶, Cegid Public et Quadratus, dont Cegid Group est l'entité faîtière (§ 3.3).

Le Plan d'affaires combiné est l'agrégation du plan d'affaires de Cegid Group *stand alone* et de celui de Technomedia tel que présenté lors de son acquisition par la Société en décembre 2015. Il s'étend sur la période explicite comprise entre 2016 et 2020 (« **la Période explicite** »), et repose pour l'essentiel sur les hypothèses suivantes :

- une augmentation du chiffre d'affaires entre 2016 et 2020 justifiée par (i) l'accélération du *SaaS*, (ii) le développement de nouvelles offres (notamment RH) et (iii) la croissance des activités à l'international ;
- un taux d'EBIT en progression par rapport à l'historique en raison de la part croissante du chiffre d'affaires récurrent et de l'externalisation des activités non rentables indirectement liées au savoir-faire de Cegid Group (maintenance et préparation du matériel) ;
- un taux d'impôt normalisé à 34,8% en ligne avec le taux effectif d'impôt en 2015¹¹⁷ pour le périmètre Cegid Group hors Technomedia¹¹⁸ ;
- un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) de l'ordre de 70 jours de chiffre d'affaires (§ 3.4.2.6) ;
- un ratio de Capex rapportés au chiffre d'affaires en léger retrait par rapport à l'historique, mais stable sur la Période explicite ;
- des dotations aux amortissements au titre des frais de recherche et développement égales à la production immobilisée pluriannuellement ;
- un taux de change EUR/CAD de 1,46, en ligne avec le consensus de marché¹¹⁹.

¹¹⁶ Hors Technomedia, dont l'acquisition était encore très récente à la clôture des comptes consolidés de l'exercice 2015.

¹¹⁷ Source : DdR 2015, p. 95. [[En ligne](#)].

¹¹⁸ L'environnement fiscal au Canada devrait conduire à alléger durablement la charge d'impôt de Technomedia, qui par construction a été neutralisée dans le plan d'affaires de Technomedia (§ 3.4.2.2).

¹¹⁹ Source : *Bloomberg*.

Le Plan d'affaires combiné repose sur un scénario de croissance exclusivement organique¹²⁰.

Les hypothèses d'exploitation du Plan d'affaires combiné sont dans la continuité de la phase de croissance du Groupe constatée depuis plusieurs années. La Direction table sur la migration de la plupart de la base de clients vers le modèle *SaaS* dès la fin de la Période explicite, le Groupe captant ainsi l'ensemble des effets de sa politique d'accélération vers le *SaaS* et à l'international en termes d'activité et de rentabilité.

La valeur terminale retenue en fin de Période explicite résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation considéré comme récurrent, et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

4.4.5. Modélisation du Plan d'affaires combiné

Nous avons réalisé plusieurs analyses de sensibilité sur la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie issus du Plan d'affaires combiné, décrites ci-après.

4.4.5.1. Sensibilité aux paramètres d'évaluation

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et, sous déduction de l'endettement net de 82,2 M€ (§ 4.1.4.1), des capitaux propres du Groupe ainsi que de la valeur de l'Action aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale :

¹²⁰ Nous ne disposons pas d'informations sur les projets de croissance externe à relier à la réserve de tirage d'emprunts dont bénéficie le Groupe (§ 3.4.2.8).

Valeur d'entreprise (M€)					
Croissance	Taux d'actualisation				
	7,37%	7,62%	7,87%	8,12%	8,37%
1,50%	625	600	577	555	535
1,75%	646	618	593	570	549
2,00%	667	638	611	587	564
2,25%	692	660	631	604	580
2,50%	718	684	652	624	597

Fonds propres (M€)					
Croissance	Taux d'actualisation				
	7,37%	7,62%	7,87%	8,12%	8,37%
1,50%	543	518	494	473	453
1,75%	563	536	511	488	467
2,00%	585	556	529	504	482
2,25%	609	578	549	522	498
2,50%	636	601	570	541	515

Valeur de l'Action (€)					
Croissance	Taux d'actualisation				
	7,37%	7,62%	7,87%	8,12%	8,37%
1,50%	59,5 €	56,7 €	54,2 €	51,8 €	49,6 €
1,75%	61,7 €	58,7 €	56,0 €	53,5 €	51,1 €
2,00%	64,1 €	60,9 €	58,0 €	55,3 €	52,8 €
2,25%	66,8 €	63,3 €	60,1 €	57,2 €	54,5 €
2,50%	69,7 €	65,9 €	62,4 €	59,3 €	56,4 €

La valeur centrale intrinsèque de l'Action de **58,0 €** est ainsi comprise dans une fourchette de **53,5 € à 63,3 €**.

4.4.5.2. Sensibilité à l'imputation théorique des reports déficitaires

La prise en considération de la valeur potentielle de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires sur les filiales étrangères (§ 4.1.11) rehausserait la valeur centrale intrinsèque de l'Action au maximum de **0,5 €**, en considérant que l'ensemble des reports déficitaires pourraient être apurés, ce qui est incertain compte tenu de la part relative des activités du Groupe réalisées et projetées hors hexagone, ainsi que des limites temporelles d'imputation de ces déficits dans certains pays.

4.4.5.3. Sensibilité au taux de profitabilité d'exploitation

Nous avons en outre testé, toutes choses égales par ailleurs, la sensibilité du modèle DCF à la dégradation ou à l'amélioration de 0,5 points du taux de profitabilité, exprimé par l'EBIT rapporté au chiffre d'affaires, en année terminale.

La valeur centrale intrinsèque de l'Action de **58,0 €** serait ainsi comprise dans une fourchette resserrée de **56,3 € à 59,6 €**.

4.4.5.4. Sensibilité aux hypothèses de BFR

Le Plan d'affaires combiné repose sur la prise en compte d'un BFR positif à proportion d'environ 70 jours de chiffre d'affaires (§ 4.4.4), en contraste avec un niveau de BFR négatif constaté historiquement (§ 3.4.2.6).

Nous avons recherché en vain un niveau de BFR normatif dans le panel de comparables boursiers (§ 4.5.1) et de *pure players* en *SaaS* (§ 3.1).

Conscients des aléas attachés à un modèle de croissance invoqués par la Direction et pouvant peser sur le BFR, nous estimons que la transition à un BFR consommateur de *cash* peut s'avérer plus longue que prévu, et n'avons en outre pas de visibilité sur l'horizon de ce retournement.

Dès lors, à partir du BFR négatif constaté à fin 2015, de l'ordre de 18 jours de chiffre d'affaires (§ 3.4.2.6), nous avons testé la sensibilité de la valeur de l'Action en DCF à un scénario de neutralisation progressive du BFR en fin de Période explicite et donc de la variation de BFR en valeur terminale :

Valeur de l'Action (€)					
% BFR/CA	Taux d'actualisation				
	7,37%	7,62%	7,87%	8,12%	8,37%
1,00%	66,3 €	62,9 €	59,8 €	57,0 €	54,5 €
0,50%	66,5 €	63,1 €	60,1 €	57,3 €	54,7 €
0%	66,7 €	63,3 €	60,3 €	57,5 €	54,9 €
(0,50%)	66,9 €	63,6 €	60,5 €	57,7 €	55,1 €
(1,00%)	67,1 €	63,8 €	60,7 €	57,9 €	55,3 €

La valeur centrale intrinsèque de l'Action de **60,3 €** serait ainsi comprise dans une fourchette de **57,3 € à 63,6 €**.

4.4.6. Synthèse

Au terme de nos analyses de sensibilité, nous positionnons la valeur centrale intrinsèque de l'Action à :

- **58,0 €** selon la modélisation du Plan d'affaires combiné (« **DCF Base** ») ;
- **60,3 €** selon la modélisation du Plan d'affaires combiné sensibilisé aux hypothèses de BFR telles que nous les avons simulées (« **DCF Révisé** »).

4.5. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence au multiple de résultat d'exploitation (EBIT), usuellement retenu dans le secteur.

4.5.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Cegid Group réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées en France, en Europe et au Brésil évoluant dans le secteur de l'édition de logiciels¹²¹.

Pour mémoire, les sociétés Generix et Cast, bien que susceptibles d'être rapprochées de Cegid Group en termes d'activité et de modèle économique, n'ont pas été retenues en raison du faible niveau de leur capitalisation boursière et de la non exhaustivité des estimations issues du consensus¹²².

Notre échantillon de sociétés comparables est détaillé en **annexe 7** et en **annexe 8** :

Société	Pays	Capi. Bours. (M€)
CEGID GROUP		565
SAGE GROUP PLC	Grande-Bretagne	8 409
SOFTWARE AG	Allemagne	2 559
TOTVS SA	Brésil	1 286
INDUST & FINANCIAL SYSTEM-B	Suède	973
AXWAY SOFTWARE SA	France	431
PHARMAGEST INTERACTIVE	France	374
CEGEDIM SA	France	359
LINEDATA SERVICES	France	298
Moyenne		1 836
Médiane		702

¹²¹ Cet échantillon est plus large que ceux utilisés par les analystes.

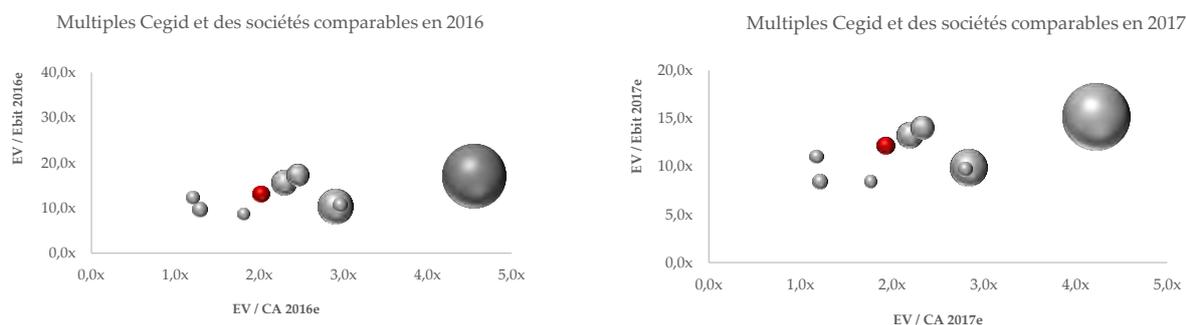
¹²² Source : *Bloomberg* et *Infinancials* (cf. *infra*).

4.5.2. Modalités de calcul des multiples d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE ou EV)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffres d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser Cegid Group sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- d'EBITDA, car les politiques d'amortissement et d'activation des frais de recherche et développement menées par les sociétés comparables sont hétérogènes ;
- de résultat net (PER), qui conduiraient à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des entités comparables qui ne sont pas toutes françaises.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples moyens¹²³ VE/EBIT pour 2016 et 2017 correspondant aux deux années les plus proches du consensus, associés à la dette nette au 31 décembre 2015 (§ 4.1.4.2)¹²⁴.



Afin de corroborer le choix des agrégats d'EBIT, par ailleurs usuellement utilisés dans le secteur, nous avons effectué des analyses de régression linéaire des multiples de chiffres d'affaires en fonction des marges d'EBIT sur les années 2016 et 2017 ; la régression linéaire affiche des coefficients de corrélation R²¹²⁵ compris entre 0,59 et 0,67.

Pour déterminer les ratios VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

¹²³ Les multiples moyens sont supérieurs aux multiples médians ; dès lors le choix des multiples moyens permet d'extérioriser un maximum de valeur.

¹²⁴ La taille des « bulles » est fonction de la capitalisation boursière des sociétés.

¹²⁵ En termes statistiques, le coefficient R², compris entre 0 et 1, permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

Ledouble

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne un mois¹²⁶ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBIT, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes¹²⁷.

Société	EV/EBIT	
	2016e	2017e
SAGE GROUP PLC	17,1x	15,2x
SOFTWARE AG	10,4x	9,9x
TOTVS SA	15,8x	13,3x
INDUST & FINANCIAL SYSTEM-B	17,3x	14,1x
AXWAY SOFTWARE SA	9,8x	8,5x
PHARMAGEST INTERACTIVE	10,8x	9,8x
CEGEDIM SA	12,4x	11,1x
LINEDATA SERVICES	8,9x	8,5x
Moyenne	12,8x	11,3x
Médiane	11,6x	10,5x

4.5.3. Synthèse

Après application aux agrégats prévisionnels 2016 et 2017 de Cegid Group des multiples moyens des comparables boursiers, et sous déduction de l'endettement net de 64,7 M€ (§ 4.1.4.2), la valeur analogique de l'Action se situe dans une fourchette comprise entre **45,7 € et 49,9 €**.

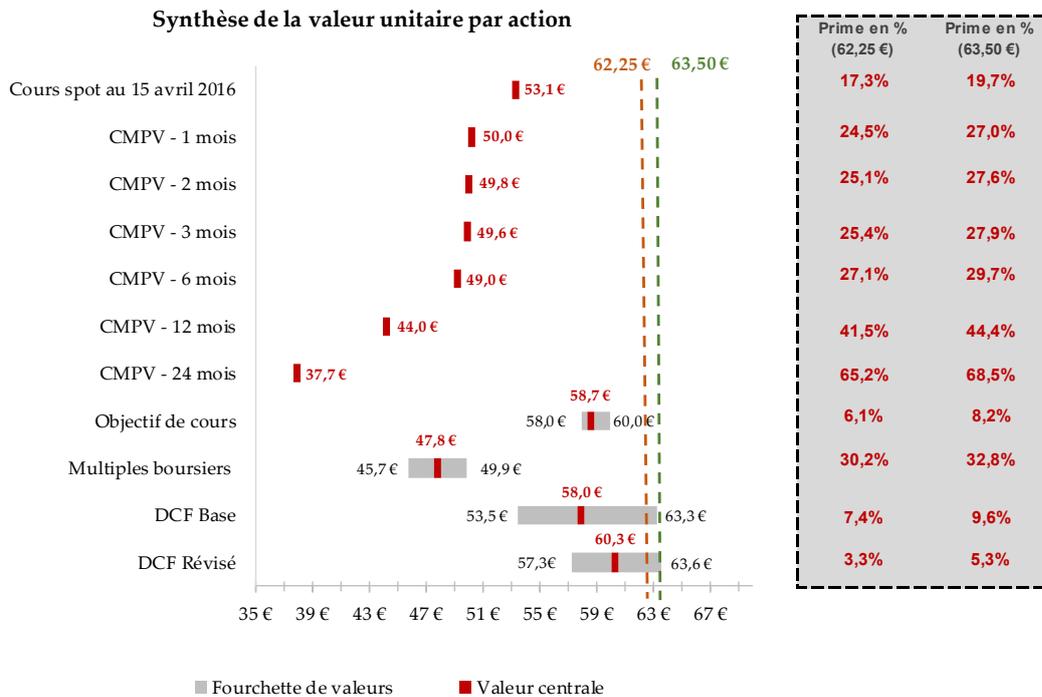
Nous n'avons pas appliqué de décote aux multiples, nonobstant la disparité de taille des sociétés comprises dans l'échantillon de comparables boursiers, en particulier de Sage Group Plc, qui cependant, de l'avis même des analystes, reste un élément de comparaison pertinent en termes d'activité et de *business model*.

¹²⁶ Au 30 juin 2016.

¹²⁷ Source : Bloomberg hors IFS et *Infinancials* pour IFS.

5. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DE L'ACTION

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de l'Action de 62,25 € et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de 63,50 €, sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



En valeurs centrales, le prix d'Offre de l'Action et *a fortiori* le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix, extériorisent une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation :

- Le Prix d'Offre de l'Action (62,25 €) fait ressortir une prime *a minima* de 17,3% sur le cours *spot*, qui va croissante jusqu'à 65,2% sur les cours moyens pondérés à 24 mois, et de 7,4% sur la valeur centrale en DCF Base ainsi que de 3,3% sur la valeur centrale en DCF Révisé ;
- Le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix (63,50 €) fait ressortir une prime *a minima* de 19,7% sur le cours *spot*, qui va croissante jusqu'à 68,5% sur les cours moyens pondérés à 24 mois, et de 9,6% sur la valeur centrale en DCF Base ainsi que de 5,3% sur la valeur centrale en DCF Révisé ; le caractère incitatif du Complément de Prix de 1,25 € à l'apport à l'Offre des titres détenus par les actionnaires et les porteurs de BAAR est ainsi mis en évidence ;

Ledouble

- La valeur analogique de l'Action se situe dans une fourchette en retrait par rapport à celle de sa valeur intrinsèque en DCF, si l'on considère la durée limitée du consensus (2016 et 2017), qui ne couvre pas toute la Période explicite du Plan d'affaires combiné, au terme de laquelle le Groupe est censé avoir capté le plein effet de la mutation de son modèle économique vers le *SaaS*, tant en France qu'à l'étranger ; la prime qui s'ensuit est mécaniquement supérieure à celle constatée en DCF : en valeurs centrales 30,2% pour le Prix d'Offre de l'Action et 32,8% pour le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix.

Nous constatons par ailleurs que le Prix d'Offre de l'Action sous-tend la Cession de Blocs qui, bien qu'elle ne représente pas une fraction majoritaire du capital (37,6%), a été acceptée sans autre contrepartie par Groupama et Groupama Gan Vie (détenant ensemble 26,9% du capital de la Société avant la Cession de Blocs). Par ailleurs ICMI (détenant 10,7% du capital de la Société avant la Cession de Blocs), à la demande de Silver Lake Partners et d'AltaOne, procédera à un réinvestissement d'une partie de son produit brut de cession (19,1%) dans AltaOne Claudius SCA.

A cet égard, nous nous sommes entretenus sur les conditions du Prix d'Offre de l'Action avec des représentants de Groupama et d'ICMI, qui en corroborent le caractère satisfaisant pour les Cédants ; le Prix d'Offre et le Prix d'Offre avec Complément de Prix correspondent à la proposition initiale faite par le Consortium aux Cédants.

6. EVALUATION DES BAAR¹²⁸

L'émission¹²⁹ de 200.000 BAAR 1 et de 200.000 BAAR 2, proposés à des salariés et à des mandataires sociaux du Groupe, a fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF le 3 septembre 2010 sous le numéro 10-302¹³⁰.

Suite à l'Assemblée Générale Extraordinaire du 29 octobre 2012¹³¹, les caractéristiques de ces BAAR ont été modifiées.

Les nouvelles dispositions prévoient que la période d'exercice des BAAR 1 et BAAR 2 soit repoussée de deux ans et modifient le prix d'exercice unitaire des BAAR 1 et des BAAR 2 en le ramenant à **18,00 €** contre une action ; le seuil de la clause de forçage, qui représente en l'espèce une faculté d'exercice des BAAR, s'établit à **36,00 €**.

Le tableau récapitulatif ci-dessous résume les principales caractéristiques des BAAR ; comme l'Action, les BAAR sont admis aux négociations sur le marché Euronext Paris, sous deux codes ISIN distincts :

Caractéristiques	BAAR 1	BAAR 2
Prix d'émission	1,50 €	1,30 €
Nombre de BAAR	200 000	200 000
Période d'exercice	3 ans (jusqu'au 5 novembre 2017)	4 ans (jusqu'au 5 novembre 2018)
Prix d'exercice	18,0 €	18,0 €
Seuil de clause de forçage	36,0 €	36,0 €
Code ISIN	FR0010928093	FR0010928119

6.1. Référence au cours de bourse

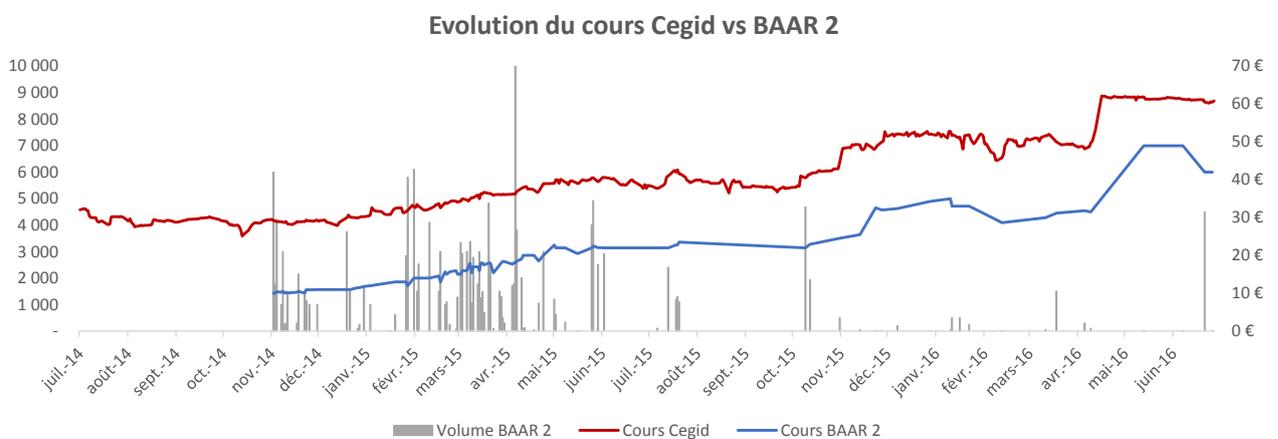
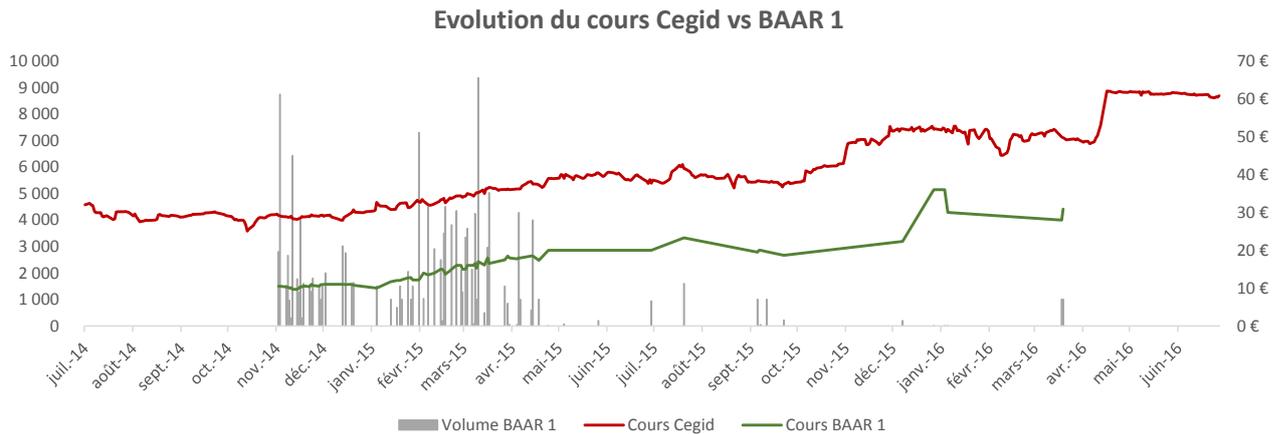
Bien que cotés, les BAAR ne sont échangés qu'aléatoirement, de telle sorte qu'au vu des volumes de transactions, la référence à leur cours de bourse ne peut théoriquement constituer une base de valorisation pertinente.

¹²⁸ Source : DdR 2015, Note 2.12, p. 111 ; Note 5.3, p. 130 ; p. 164 et p. 170. [\[En ligne\]](#).

¹²⁹ Les BAAR souscrits ne donnant pas lieu à la souscription d'actions nouvelles, mais exclusivement à l'acquisition d'actions existantes, l'émission des BAAR n'a eu aucun effet dilutif.

¹³⁰ Note d'opération relative à l'émission des BAAR (prospectus visé par l'AMF le 3 septembre 2010 sous le numéro 10-302). [\[En ligne\]](#).

¹³¹ Source : DdR 2014, p. 56. [\[En ligne\]](#) ; Texte des résolutions soumises à l'approbation de l'Assemblée Générale extraordinaire du 29 octobre 2012 [\[En ligne\]](#).



A l'examen des mouvements les plus récents en bourse, force est de constater qu'aucun échange n'est intervenu sur le BAAR 1 depuis le 22 mars 2016, et que quelques BAAR 2 ont été échangés postérieurement à l'annonce de l'Opération, en mai et en juin 2016.

En raison de leur faible liquidité, nous ne tirons donc aucune conclusion de la cotation en bourse des BAAR quant à leur valeur.

6.2. Référence à la valeur théorique

Nous avons recherché la valorisation théorique des BAAR, à partir d'un modèle binomial en présence d'options américaines (*i.e.* exerçables à tout moment), sur la base des hypothèses suivantes :

- **Sous-jacent** : valeur centrale de l'Action en DCF Base de **58,0 €** et en DCF Révisé de **60,3 €** ;
- **Prix d'exercice** : **18 €** ;
- **Maturité** : **1,4 ans** pour le BAAR 1 et **2,4 ans** pour le BAAR 2 ;

Ledouble

- **Volatilité** : volatilité historique moyenne des comparables boursiers calculée en fonction de la maturité des BAAR¹³², répliquée à fin juin 2016 (§ 4.5.1) ;
- **Taux sans risque** : interpolation¹³³ sur la maturité des BAAR ;
- **Dividendes** : taux de rendement de 2,16%¹³⁴ ;
- **Taux de prêt/emprunt** : marge forfaitaire de 1%.

Cette modélisation extériorise une valeur des BAAR de :

- **40,0 €** par référence à un sous-jacent de **58,0 €** (DCF Base) ;
- **42,3 €** par référence à un sous-jacent de **60,3 €** (DCF Révisé).

La valeur des BAAR est équivalente à leur valeur intrinsèque, l'impact du dividende compensant la valeur temps, réduite en raison de la courte maturité des BAAR.

Nous avons testé par ailleurs la sensibilité du modèle aux différents paramètres financiers présentés ci-dessus, et concluons qu'en raison de l'échéance rapprochée des BAAR et du niveau des dividendes, leur évaluation ressort, en toutes hypothèses, à la valeur intrinsèque.

6.3. Synthèse de la valorisation des BAAR

La valeur des BAAR équivaut à leur valeur intrinsèque, identique entre les BAAR 1 et les BAAR 2 :

- sur la base d'une valeur intrinsèque de **40,0 €**, le Prix d'Offre des BAAR (44,25 €) et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix (45,50 €) extériorisent des primes respectives de **10,6%** et de **13,7%** ;
- sur la base d'une valeur intrinsèque de **42,3 €**, le Prix d'Offre des BAAR (44,25 €) et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix (45,50 €) extériorisent des primes respectives de **4,6%** et de **7,6%** ;

En définitive, le Prix d'Offre des BAAR et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix, en ligne respectivement avec le Prix d'Offre de l'Action et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix, traitent de façon identique le porteur de BAAR n'ayant pas converti son BAAR en Action avant détachement du coupon 2015 et l'actionnaire qu'il serait devenu s'il avait converti son BAAR en Action.

¹³² Entre 30% et 40%.

¹³³ (0,19%) et (0,15%) respectivement pour les BAAR 1 et les BAAR 2 ; cette interpolation linéaire a été réalisée sur la base d'une moyenne 2 ans des TEC 1, 2 et 3 ans à fin juin 2016.

¹³⁴ Nous avons calculé le taux de rendement selon le rapport entre le dividende versé au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015 : 1,25 € (§ 4.2.2) et la valeur centrale de l'Action en DCF Base : 58,0 €.

7. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par Natixis, Etablissement présentateur de l'Offre.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles de Natixis. Bien que l'ayant simulée, nous n'avons finalement pas retenu la méthode analogique par les transactions comparables.

Il ressort de la confrontation des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

7.1. Dette financière nette

Natixis a retenu le même endettement net 81,8 M€ en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique, alors que nous l'avons différencié.

La réconciliation entre la dette financière nette de Natixis et la nôtre en DCF se structure comme suit :

En M€	
Dette nette Natixis	(81,8)
Ecart provisions pour retraites nettes	(0,2)
Dépôt / baux	(0,4)
Impôts différés actifs sur déficits reportables activés	0,2
Dette financière nette Ledouble	(82,2)

7.2. Valorisation analogique de l'Action par les comparables boursiers

7.2.1. Composition des échantillons de comparables respectifs

La comparaison des valorisations de Natixis et de Ledouble par les comparables boursiers fait apparaître une différence dans la composition de l'échantillon.

L'Établissement présentateur a retenu un panel de sept sociétés, dont les capitalisations boursières *spot* ont été relevées au 15 avril 2016, par symétrie avec la date du consensus IBES lui ayant servi de socle à l'extrapolation de ses propres projections jusqu'en 2020 (§ 7.3).

Notre panel de comparables se recoupe avec celui de l'Établissement présentateur aux différences suivantes près ; le panel de l'Établissement présentateur :

- inclut Lectra¹³⁵ et Micro Focus¹³⁶, dont nous avons considéré les activités comme trop éloignées de celles de Cegid Group ;
- exclut en revanche Totvs, IFS et Pharmagest.

En outre, nous avons appréhendé les capitalisations boursières sur une moyenne pondérée 1 mois au 30 juin 2016.

7.2.2. Choix et construction des multiples boursiers

Les valorisations de l'Établissement présentateur sont obtenues à partir des multiples médians et moyens de rentabilité (VE/EBIT) ; nous n'avons retenu pour notre part que les multiples moyens de rentabilité (VE/EBIT) afin d'extérioriser le maximum de valeur.

Au final, la fourchette de valeurs analogiques retenues par l'Établissement présentateur est toutefois proche de la nôtre, par l'effet compensateur entre les différentiels de valeur d'entreprise et de dette dans le calcul de la valeur des capitaux propres du Groupe de part et d'autre.

7.3. Valorisation intrinsèque de l'Action par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

L'examen comparé de l'application de la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) met également en exergue quelques différences, notamment :

- sur un plan méthodologique, l'Établissement présentateur retient des prévisions sur la période 2016-2017 issues des estimations du consensus IBES, qu'il extrapole jusqu'en 2020 avec un flux normatif correspondant à un objectif moyen terme de marge d'EBIT similaire à celui retenu en 2020, alors que nous avons exploité les plans d'affaires de Cegid Group *stand alone* et de Technomedia sur la période 2016-2020 en les agrégeant;
- l'Établissement présentateur a analysé les composantes du BFR de l'exercice 2015, et y a appliqué, poste par poste, les taux de croissance de son plan d'affaires sur la Période explicite, faisant apparaître des variations de BFR différenciées selon les années ; à l'issue de la Période explicite, l'Établissement

¹³⁵ **Lectra**, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 400 M€, propose des solutions technologiques intégrées (logiciels, équipements de CFAO et services associés) dédiées aux entreprises qui utilisent des tissus, du cuir, des textiles techniques et des matériaux composites dans la fabrication de leurs produits, et s'adresse à de grands marchés mondiaux (la mode et l'habillement, l'automobile, l'ameublement).

¹³⁶ **Micro Focus**, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 4,5 Md€, propose des logiciels permettant à ses clients, *via* leurs applications métier, de réagir rapidement aux fluctuations du marché et d'adopter des architectures modernes, qui se traduisent par une réduction des coûts et des risques.

présentateur retient en année terminale une variation de BFR nulle. A l'examen des données historiques de BFR rapporté au chiffre d'affaires et à partir d'un BFR négatif à fin 2015, nous avons assorti notre analyse du Plan d'affaires combiné d'une étude de sensibilité des flux de trésorerie à une neutralisation du BFR en fin de Période explicite et dès lors de la variation de BFR en valeur terminale (§ 4.4.5.4) ;

- l'Établissement présentateur, par construction, a fiscalisé l'intégralité des résultats du Groupe sur la Période explicite et en année terminale ; nous considérons pour notre part que l'environnement fiscal au Canada conduira à alléger durablement la charge d'impôt de Technomedia ;
- sur le plan méthodologique, l'Établissement présentateur retient comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC), alors que nous retenons le coût du capital (CoC) ; nos taux d'actualisation respectifs sont cependant convergents, étant précisé que nos taux de croissance perpétuelle sont identiques à 2% :

	Ledouble		Natixis	
	Taux	Source	Taux	Source
Taux sans risque	0,77%	BdF OAT 10 ans moy.1 an	1,44%	Datastream OAT 30 ans au 15/04/2016
Beta désendetté	0,86	Bloomberg	1,21	Bloomberg
Prime de risque	8,23%	Ledouble	6,19%	ThomsonOne
CoC	7,87%		8,93%	
Coût de la dette			3%	Cegid
Déductibilité intérêts financiers			75%	
Gearing			13%	Cegid, Cours au 15/04/2016
WACC			7,90%	

7.4. Cours moyens pondérés par les volumes

Les quelques écarts sur les cours moyens pondérés par les volumes sont vraisemblablement imputables aux places électroniques des *tickers* EU utilisés par Natixis, tandis que nous nous référons au *ticker Bloomberg* de Cegid Group sur la place de Paris.

7.5. Valorisation des BAAR

L'établissement présentateur utilise comme nous un modèle binomial pour l'évaluation des BAAR, et parvient au constat, similaire au nôtre, que la valeur des BAAR 1 et des BAAR 2 équivaut à la valeur intrinsèque¹³⁷.

7.6. Synthèse sur la valorisation de l'Action et des BAAR

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux de Natixis est exposée ci-après :

€/ action	Ledouble			Natixis		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Cours de bourse						
Cours spot au 15 avril 2016		53,1 €			53,1 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 1 mois		50,0 €			na	
Cours moyen pondéré par les volumes - 2 mois		49,8 €			49,7 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 3 mois		49,6 €			na	
Cours moyen pondéré par les volumes - 6 mois		49,0 €			49,1 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 12 mois		44,0 €			44,4 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 24 mois		37,7 €			38,2 €	
Objectif de cours moyen	58,0 €	58,7 €	60,0 €		58,7 €	
DCF Base	53,5 €	58,0 €	63,3 €		54,7 €	
DCF Révisé	57,3 €	60,3 €	63,6 €			
Multiples boursiers	45,7 €	47,8 €	49,9 €	44,3 €		46,4 €
Transactions		na		41,4 €		50,2 €

La comparaison de nos travaux de valorisation des BAAR avec ceux de Natixis corrobore le constat que la valeur des BAAR est égale à leur valeur intrinsèque.

¹³⁷ La valeur du sous-jacent est exprimée dans la modélisation de Natixis par rapport à l'historique du cours de l'Action, alors que nous nous référons à la valeur centrale de l'Action en DCF Base et en DCF Révisé ; les primes induites par le Prix d'Offre des BAAR et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix affichées par Natixis s'en trouvent majorées par rapport à celles que nous présentons.

8. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du corpus juridique de l'Opération, et par entretiens avec la Direction, ainsi qu'avec les Conseils recensés en **annexe 3** et des représentants des Cédants et de l'Initiateur :

- SPA comprenant en annexe, entre autres, les modifications du contrat de services d'ICMI auprès de la Société, ainsi que les conditions de réinvestissement d'ICMI (§ 2.5) ;
- Engagements d'apport à l'Offre de certains actionnaires de la Société ;
- Courrier¹³⁸ de Cegid Group à Claudius Finance S.à r.l. en date de l'annonce de l'Opération (*Company Letter*) ;
- Accord de réinvestissement d'ICMI¹³⁹ ;
- Contrat de services entre Cegid Group et ICMI en présence de Claudius Finance S.à r.l.¹⁴⁰ ;
- Contrat de mandat de M. Jean-Michel Aulas en qualité de Président du Conseil d'Administration de la Société¹⁴¹ ;
- Contrat de mandat de M. Patrick Bertrand en qualité de Directeur Général de la Société¹⁴² ;
- Protocole d'Investissement¹⁴³ représentatif du pacte d'actionnaires entre les membres du Consortium.

8.1. Engagements d'apport à l'Offre

Les engagements d'apport souscrits par Eximium, M. Patrick Bertrand, Borelly Busines Inc., CMJ Holdings et IBIM2 (§ 2.2), déclarés à l'AMF¹⁴⁴, se réfèrent au Prix d'Offre de l'Action sans autre contrepartie.

¹³⁸ Ce courrier fait notamment référence à la nécessité d'un débouclage de l'*earn-out* de JDS Solution en dehors des dispositions initiales de paiement en actions de la Société, compte tenu du projet d'Offre, visant à regrouper les actions Cegid Group entre les mains de l'Initiateur.

¹³⁹ ICMI *Reinvestment Agreement*, qui sera conclu le jour du *closing* de l'Opération.

¹⁴⁰ *Services Agreement between Cegid Group and ICMI in the presence of Claudius Finance S.à r.l.*, qui sera conclu le jour du *closing* de l'Opération.

¹⁴¹ *Corporate Officer Agreement between Jean-Michel Aulas and Cegid Group*, qui sera conclu le jour du *closing* de l'Opération.

¹⁴² *Corporate Officer Agreement between Patrick Bertrand and Cegid Group*, qui sera conclu le jour du *closing* de l'Opération.

¹⁴³ *Investor agreement relating to Claudius Luxco S.à r.l.*, en date du 18 avril 2016.

¹⁴⁴ Sous les références 216C0974 (26 avril 2016) et 216C1013 (29 avril 2016).

8.2. Conditions de réinvestissement d'ICMI

Le réinvestissement d'ICMI¹⁴⁵ sera réalisé en instruments émis par AltaOne Claudius SCA¹⁴⁶, société qui sera détenue conjointement par ICMI et AltaOne Claudius (« **AO Fund** »). Ces instruments revêtent la forme d'actions de classes A à E¹⁴⁷ et de *preferred equity certificates*¹⁴⁸ (« **PECs** ») qui seront détenus *pari passu* entre ICMI et les autres investisseurs dans AO Fund ; leur répartition sera de l'ordre de 85% pour les PECs et de 15% pour les actions de classes A à E :

- à l'exception des droits attachés à l'action de commandité¹⁴⁹, les actions de classes A à E confèrent à ICMI les mêmes droits et obligations que ceux des autres investisseurs, excepté pour la liquidité des titres détenus par ICMI mentionnée *infra* ;
- les PECs ne créent pas de revenu préférentiel garanti ; ils donneront droit à une rémunération conforme aux conditions de marché actuel de 1,41%. Les intérêts servis au titre des PECs le seront, directement ou indirectement, exclusivement par Cegid Group.

L'ensemble formé d'AltaOne Claudius SCA et des filiales reliant AltaOne Claudius SCA à l'Initiateur Claudius France et à sa société mère Cessionnaire Claudius Finance S.à r.l. étant dédié à l'Opération, les titres Cegid Group constituent le seul actif sous-jacent de cette structure d'investissement. Par transparence, le réinvestissement d'ICMI dans AltaOne Claudius SCA est donc réalisé pour une valorisation de Cegid Group identique à celle retenue pour la Cession des Blocs et l'Offre.

ICMI ne bénéficiera pas d'avantage particulier par rapport aux autres investisseurs ; les conditions de liquidité au sein d'AltaOne Claudius SCA se résument comme suit :

- en cas de départ en « Good Leaver » ou d'expiration sans renouvellement du mandat de Président du Conseil d'Administration de M. Jean-Michel Aulas, ICMI bénéficiera d'une option de vente¹⁵⁰ à Claudius Luxco S.à r.l. (§ 2.1.3) de ses actions AltaOne Claudius SCA à la valeur de marché¹⁵¹, calculée sur un multiple de 13 x EBITDA après retraitement de la production immobilisée (« **EBITDA-Capitalised R&D** »), sur les 12 mois se terminant au dernier

¹⁴⁵ Part de réinvestissement du produit brut de cession d'ICMI : 19,1%.

¹⁴⁶ Société holding détentrice par filiales interposées (i) de Claudius Finance S.à r.l, Cessionnaire signataire du SPA avec Groupama SA, Groupama Gan Vie et ICMI et (ii) de l'Initiateur Claudius France.

¹⁴⁷ Actions de classes A à E consignées dans les statuts d'AltaOne Claudius SCA.

¹⁴⁸ Les PECs seront remboursés à la sortie de leurs détenteurs du capital d'AltaOne Claudius SCA.

¹⁴⁹ AltaOne Investments S.à r.l. (§ 2.1.3).

¹⁵⁰ Exerçable pendant 3 mois à compter du départ.

¹⁵¹ Ou en cas de désaccord entre ICMI et le co-investisseur, à dire d'expert.

trimestre avant la date de l'événement déclencheur de la sortie, diminuée de l'endettement net ;

- en cas de départ en « Bad Leaver », c'est Claudius Luxco S.à r.l. qui bénéficiera d'une option d'achat sur les actions AltaOne Claudius SCA détenues par ICMI à la valeur de marché telle que définie ci-dessus ; si une telle option d'achat n'est pas exercée, ICMI pourra exercer une option de vente de ses actions AltaOne Claudius SCA au profit de Claudius Luxco S.à r.l. à la valeur de marché, pour une période¹⁵² commençant à courir à compter du second anniversaire du départ ;
- si les options susmentionnées ne sont pas exercées, ICMI pourra sortir d'AltaOne Claudius SCA aux mêmes conditions que les autres investisseurs et au même moment¹⁵³.

En définitive, ICMI ne dispose pas de garantie de liquidité, ni d'un prix de sortie garanti au titre du réinvestissement ; en outre, la formule de calcul de la valeur d'entreprise retenue pour les besoins de la liquidité se fonde sur un multiple de 13x EBITDA Capitalised-R&D qui n'est pas supérieur à celui retenu pour la fixation du Prix d'Offre de l'Action¹⁵⁴ :

	2015
Prix d'Offre de l'Action sans Complément de Prix	62,25 €
Nombre d'actions diluées (millions)	9,1
Valeur des capitaux propres induite (M€)	568,2
Dette financière nette comptable (M€)	65,3
Valeur d'entreprise induite (M€)	633,5
EBITDA cash (M€)	48,0
Multiple VE/EBITDA cash induit	13,2x

8.3. Amendements au contrat de services d'ICMI et à sa rémunération

Les redevances payées par la Société à ICMI font l'objet d'une convention de prestations d'assistance à la direction générale réalisées par ICMI en faveur de Cegid Group, rémunérée dans les conditions suivantes¹⁵⁵ :

¹⁵² Période de 3 mois.

¹⁵³ Il n'existe pas pour ICMI de droit de rester associé au-delà de la sortie des autres investisseurs.

¹⁵⁴ L'EBITDA *cash* mentionné dans le tableau ci-dessus s'entend sur le périmètre de Cegid Group incluant Technomedia et sur une année pleine.

¹⁵⁵ Source : DdR 2015, Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions et engagements réglementés, pp. 157-158. [\[En ligne\]](#).

- le montant de la redevance fixe forfaitaire est indexé sur la variation de l'indice Syntec ;
- le montant de la redevance variable est égal à 5% du résultat net consolidé.

Nous n'avons pas relevé dans le SPA ni dans les amendements au contrat de services d'ICMI et à sa rémunération de disposition susceptible de remettre en question l'équité du Prix d'Offre de l'Action et du Prix d'Offre des BAAR, et par voie de conséquence du Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix et du Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix, du point de vue des actionnaires et des porteurs de BAAR, notamment au regard des modifications apportées aux conditions de rémunération d'ICMI au titre des services fournis par le Président du Conseil d'Administration et le Directeur Général.

8.3.1. Dispositions spécifiques à M. Jean-Michel Aulas

Les rémunérations et avantages de toute nature attribués par ICMI au titre de l'exercice 2015 à M. Jean-Michel Aulas, Président du Conseil d'Administration et actionnaire, *via* ICMI, de la Société, s'élèvent à 1.689 K€, dont 993 K€ pour la partie fixe et 696 K€ pour la partie variable¹⁵⁶.

Les modifications introduites dans le contrat de services d'ICMI et les dispositions du contrat de mandat de M. Jean-Michel Aulas en qualité de Président du Conseil d'Administration ne modifient pas de façon substantielle le quantum de cette enveloppe de rémunération annuelle sur les années restantes¹⁵⁷ du mandat de M. Jean-Michel Aulas¹⁵⁸.

Dans l'éventualité de la résiliation de l'accord entre les parties, ICMI sera en droit de réclamer, concernant M. Jean-Michel Aulas :

- en cas de résiliation en « Good Leaver », sa redevance fixe et variable au *prorata temporis* des services fournis sur l'année, ainsi que l'équivalent de 3 mois (25%) de redevance fixe ;
- en cas de résiliation en « Bad Leaver », sa redevance fixe au *prorata temporis* des services fournis sur l'année, ainsi que l'équivalent de 3 mois (25%) de redevance fixe.

¹⁵⁶ Source : DdR 2015, Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs, p.71. [\[En ligne\]](#).

¹⁵⁷ Il est prévu que M. Jean-Michel Aulas continue à occuper ses fonctions de Président du Conseil d'Administration sur une durée pouvant aller jusqu'à 2 ans à compter du 18 avril 2016, date de signature du SPA, sauf départ de sa propre initiative (assimilable à un cas de résiliation en « Bad Leaver ») ou notification de résiliation de ses fonctions ; à échéance, ces dispositions peuvent être prolongées d'un commun accord.

¹⁵⁸ La redevance variable d'ICMI au regard des services fournis par M. Jean-Michel Aulas, calculée en fonction d'objectifs d'EBITDA-Capitalised R&D (§ 3.4.1), est plafonnée sur les années restantes du mandat, avant éventuelle tacite reconduction.

8.3.2. Dispositions spécifiques à M. Patrick Bertrand

Les rémunérations et avantages de toute nature attribués par ICMI au titre de l'exercice 2015 à M. Patrick Bertrand, Directeur Général et actionnaire de la Société, s'élèvent à 735 K€, dont 514 K€ pour la partie fixe et 221 K€ pour la partie variable¹⁵⁹.

Les modifications introduites dans le contrat de services d'ICMI ne modifient pas de façon substantielle le quantum de cette enveloppe de rémunération annuelle sur les années restantes du mandat de M. Patrick Bertrand¹⁶⁰.

Dans l'éventualité de la résiliation de l'accord entre les parties, ICMI sera en droit de réclamer, concernant M. Patrick Bertrand :

- en cas de résiliation en « Good Leaver », sa redevance fixe et variable au *prorata temporis* des services fournis sur l'année, ainsi que le solde de sa redevance fixe courant jusqu'à la fin du mandat de deux ans de M. Patrick Bertrand¹⁶¹ ;
- en cas de résiliation en « Bad Leaver », sa redevance fixe au *prorata temporis* des services fournis sur l'année, ainsi que l'équivalent de 3 mois (25%) de redevance fixe.

8.4. Dispositions relatives aux salariés d'ICMI

Pour mémoire, à l'exception de M. Patrick Bertrand, les salariés d'ICMI, sous réserve de leur accord, seront transférés au sein de Cegid SA.

¹⁵⁹ Source : DdR 2015, Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs, p.71. [\[En ligne\]](#).

¹⁶⁰ La redevance variable d'ICMI au regard des services fournis par M. Patrick Bertrand, calculée en fonction d'objectifs d'EBITDA-Capitalised R&D (§ 3.4.1), est plafonnée sur les deux années restantes du mandat, avant éventuelle tacite reconduction.

¹⁶¹ M. Patrick Bertrand ayant accepté de continuer à occuper ses fonctions de Directeur Général de la Société sur une durée pouvant aller jusqu'à 2 ans à compter du 18 avril 2016, date de signature du SPA, sauf départ de sa propre initiative (assimilable à un cas de résiliation en « Bad Leaver ») ou notification de résiliation de ses fonctions ; à échéance, ces dispositions peuvent être prolongées d'un commun accord. L'enveloppe que percevrait M. Patrick Bertrand en cas de résiliation en « Good Leaver » au titre de sa rémunération variable *prorata temporis* et du solde de sa rémunération fixe serait plafonnée.

8.5. Dispositions relatives aux opérations de croissance externe antérieures à l'Offre

Compte tenu de l'intention de l'Initiateur de regrouper entre ses mains l'ensemble des actions de la Société, AltaOne et Silver Lake formulent dans la *Company Letter* leur souhait que :

- les vendeurs de JDS Solutions renoncent à tout droit d'entrer au capital de Cegid Group selon la clause d'*earn-out* en vigueur, et que le débouclage de l'*earn-out* s'opère en *cash*, en lieu et place de la remise de titres initialement prévue ;
- M. Laurent Ludvig et M. Alain Latry, cessionnaires respectivement d'Altaven et de Technomedia, renoncent à tout droit d'entrer au capital de Cegid Group, en contrepartie d'une solution de compensation.

8.6. Protocole d'Investissement

Le Protocole d'Investissement, que nous avons consulté auprès du conseil juridique de Silver Lake, ne comporte pas de stipulations relatives au Prix de l'Offre de l'Action ni au Prix d'Offre des BAAR, ni plus généralement aux conditions de l'Offre ; il organise les modalités d'investissement des affiliés de Silver Lake IV et d'AltaOne Claudius SCA dans Claudius Luxco S.à r.l., et définit les règles de gouvernance et relations entre actionnaires.

8.7. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires ou des porteurs de BAAR de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

9. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et des BAAR, nous sommes d'avis que :

- le Prix d'Offre de l'Action de **62,25 €** (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) est compatible avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritère, et extériorise en valeur centrale une prime pour chaque critère, notamment sur le cours de bourse ; le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de **63,50 €** (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) renforce le niveau de cette prime ;
- le Prix d'Offre des BAAR de **44,25 €** et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix de **45,50 €** restituent à leurs porteurs l'équivalent respectivement du Prix d'Offre de l'Action et du Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix, sous déduction du prix d'exercice ;
- les Accords connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires et aux porteurs de BAAR apportant leurs titres à l'Offre.

En conséquence, nous attestons que :

- le Prix d'Offre de l'Action de **62,25 €** et le Prix d'Offre des BAAR de **44,25 €** sont équitables d'un point de vue financier respectivement pour les actionnaires et les porteurs de BAAR concernés par l'Offre ;
- le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de **63,50 €** et le Prix d'Offre des BAAR avec Complément de Prix de **45,50 €** sont équitables d'un point de vue financier respectivement pour les actionnaires et les porteurs de BAAR concernés par l'Offre dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire.

Paris, le 7 juillet 2016

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE
Associé

Stéphanie GUILLAUMIN
Directeur Associée

Sébastien SANCHO
Associé

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Performance des comparables boursiers Annexe 7
- Présentation des comparables boursiers Annexe 8
- Multiples transactionnels Annexe 9

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

➤ **Travaux préliminaires et prise de connaissance**

- Revue de presse
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Analyse des Accords connexes
- Etude de l'évolution historique de la cotation de l'Action et des BAAR

➤ **Travaux de valorisation**

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables
- Analyse détaillée des plans d'affaires de Cegid Group *stand alone* et de Technomedia
- Requêtes documentaires
- Evaluation multicritère de l'Action et des BAAR

➤ **Rapport**

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une lettre de mission
- Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation pour la Cible et l'Initiateur
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Administration et supervision de la Mission

➤ **Rémunération**

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit entre 210.000 € et 220.000 € hors taxes en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

➤ **18 avril au 1^{er} mai 2016**

- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration du 18 avril 2016
- Contacts avec les Conseils¹⁶²
- Présentation des principes et de la structure de l'Opération
- Exploitation du SPA et de la documentation associée
- Requête documentaire
- Recherche et exploitation des informations publiques sur la Cible

➤ **2 au 8 mai 2016**

- Poursuite de l'exploitation des informations publiques sur la Cible
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Mise à jour de la requête documentaire

➤ **9 au 15 mai 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Mise à jour de la requête documentaire
- Exploitation des informations comptables et financières du Groupe
- Examen du contenu des Accords connexes
- Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'Action
- Constitution d'un panel complémentaire de comparables boursiers
- Recherche de transactions comparables

¹⁶² Les représentants des Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

➤ **16 au 22 mai 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Analyse du budget 2016 et des plans d'affaires de Cegid Group et Technomedia
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Mise à jour de la requête documentaire
- Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
- Modélisation de l'évaluation des BAAR

➤ **23 au 29 mai 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
- Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
- Rédaction de la trame du Rapport

➤ **30 mai au 5 juin 2016**

- Rencontre avec la Direction
- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Mise à jour de la requête documentaire
- Réunion de travail avec la Direction sur les plans d'affaires de Cegid Group et Technomedia
- Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
- Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
- Rédaction du projet de Rapport

Ledouble

➤ **6 au 12 juin 2016**

- Rencontre avec les Cédants (Groupama, ICMI) et leur conseil (Ricol Lasteyrie Corporate Finance)
- Réunion de travail avec la Direction, ICMI et son conseil sur les Accords connexes
- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
- Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
- Rédaction du projet de Rapport

➤ **13 au 19 juin 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Conférence téléphonique avec la Direction sur les plans d'affaires de Cegid Group et Technomedia et levée des suspens
- Examen des Accords connexes et du plan d'affaires de l'Initiateur sous-tendant le financement de l'Opération
- Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
- Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
- Prise de connaissance du projet de rapport de l'Établissement présentateur
- Rédaction du projet de Rapport

➤ **20 au 26 juin 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Envoi d'une synthèse des travaux effectués au Comité ad hoc
- Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
- Examen du projet de rapport de l'Établissement présentateur
- Réunion avec l'Établissement présentateur et conférence téléphonique avec Silver Lake Partners et son conseil juridique
- Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire

Ledouble

- Prise de connaissance du projet de note d'information de l'Initiateur
- Finalisation de l'évaluation multicritère de l'Action et des BAAR
- Complément à la rédaction du projet de Rapport
- Consultation du Protocole d'Investissement auprès du conseil juridique de Silver Lake Partners
- **27 juin au 3 juillet 2016**
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
 - Finalisation de l'évaluation multicritère de l'Action et de la rédaction du projet de Rapport
 - Mise à jour de la requête documentaire et levée des points en suspens
 - Envoi d'un projet de Rapport à la Direction
- **4 au 10 juillet 2016**
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, les Conseils et l'Établissement présentateur
 - Conférence téléphonique avec Silver Lake Partners et AltaOne
 - Prise de connaissance du projet de note d'information en réponse de la Cible
 - Proposition de lettre d'affirmation à la Cible et à l'Initiateur
 - Finalisation du projet de Rapport
 - Présentation du Rapport au Conseil d'Administration préalablement au dépôt du projet d'Offre à l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble

➤ **Société**

Cegid Group

Patrick Bertrand	Directeur Général
Thierry Luthi	Directeur Financier
Frédérique Mondange	Responsable Juridique

Comité ad hoc

Franklin Devaux	Administrateur indépendant
Quitterie Lenoir	Administrateur indépendant
Florence Poivey	Administrateur indépendant

➤ **Cédants**

ICMI

Alexandre Aulas	Responsable Business Développement & Contrôle interne
-----------------	---

Groupama

Catherine Granger	Directeur Financement, Participations et Fusions - Acquisitions
-------------------	---

➤ **Initiateur**

Silver Lake

Mark Beith	<i>Principal</i>
Jorge Mello	<i>Associate</i>

AltaOne

Shahriar Tadjbakhsh	<i>Managing partner</i>
Behdad Alizadeh	<i>Managing partner</i>

Ledouble

➤ **Conseils**

Linklaters

Thierry Riguet *Partner*

Pierre Tourres *Partner*

Arthur Rohmer *Associate*

Delsol Avocats

Henri-Louis Delsol *Partner*

Bredin Prat

Olivier Assant *Partner – Corporate*

Karine Angel *Counsel – Corporate*

Antoine Le Bihan *Associate – Corporate*

Ricol Lasteyrie Corporate Finance

Gilles Vantelon *Partner*

➤ **Établissement présentateur**

Natixis

Eric Arnould *Deputy Head of ECM Origination France Managing Director*

Françoise Negroni *Head of ECM Structuring & Execution Managing Director*

Kevin Begue *Associate – ECM Origination*

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

➤ Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- Lettre d'intention d'AltaOne et de Silver Lake à Groupama SA et ICMI
- Proposition définitive d'AltaOne et de Silver Lake à Groupama SA et ICMI
- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 18 avril 2016¹⁶³
- SPA en date du 18 avril 2016 incluant les modifications du contrat de services d'ICMI auprès de la Société et les conditions de réinvestissement d'ICMI
- Courrier de Cegid Group à Claudius Finance S.à r.l. en date du 18 avril 2016
- Extrait d'immatriculation et statuts d'AltaOne Claudius SCA¹⁶⁴
- Procès-verbal de l'assemblée générale extraordinaire d'AltaOne Claudius SCA en date du 28 juin 2016
- Extrait d'immatriculation et statuts d'AltaOne Investments S.à r.l.
- Kbis et statuts de Claudius France.
- Extrait d'immatriculation et statuts de Claudius Finance S.à r.l.
- Extrait d'immatriculation de Claudius Luxco S.à r.l.
- Corpus juridique de l'Opération incluant les engagements d'apport à l'Offre et les Accords connexes¹⁶⁵
- Termes et conditions des PECs
- Rapport de *due diligence* de Bredin Prat en date du 13 avril 2016
- Rapport de *due diligence* de Deloitte en date du 14 juin 2016
- Projet de note d'information de l'Initiateur
- Projet de note d'information en réponse de la Société

¹⁶³ Désignation de l'expert indépendant.

¹⁶⁴ Véhicule de réinvestissement d'ICMI.

¹⁶⁵ Acte réitératif de réinvestissement d'ICMI (*ICMI Reinvestment Agreement*) ; Contrat de services entre Cegid Group et ICMI en présence de Claudius Finance S.à r.l. (*Services Agreement between Cegid Group and ICMI in the presence of Claudius Finance S.à r.l.*) ; Contrat de mandat de M. Jean-Michel Aulas en qualité de Président du Conseil d'Administration (*Corporate Officer Agreement between Jean-Michel Aulas and Cegid Group*) ; Contrat de mandat de M. Patrick Bertrand en qualité de Directeur Général (*Corporate Officer Agreement between Patrick Bertrand and Cegid Group*) ; Protocole d'Investissement (*Investor agreement relating to Claudius Luxco S.à r.l.*).

Informations financières

- Documents préparatoires relatifs à l'Opération
- Rapport de valorisation de Natixis
- Plan d'affaires sous-tendant le financement de l'Opération

➤ **Documentation juridique**

- Extrait Kbis (26 avril 2016)
- Statuts (11 mai 2015)
- Etat de l'actionnariat et des droits de vote (30 juin 2016)
- Etat des privilèges et des nantissements (24 avril 2016)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2013 à 2016)
- Convention de mise à disposition¹⁶⁶ entre ICMI et Cegid SA conclue le 1^{er} octobre 1999 et avenants du 23 mars 2006 et du 30 novembre 2006
- Présentations au Comité d'Audit (2012 – 2016)
- Contrat de partenariat conclu le 19 décembre 2007 entre Cegid et Groupama
- Pacte d'actionnaires conclu le 19 décembre 2007 entre ICMI, Groupama SA et M. Jean-Michel Aulas
- Texte des résolutions soumises à l'approbation de l'Assemblée Générale extraordinaire du 29 octobre 2012 (modification des caractéristiques des BAAR)
- Note d'opération relative à l'émission des BAAR (prospectus visé par l'AMF le 3 septembre 2010 sous le numéro 10-302)

➤ **Documentation comptable et financière**

Informations historiques

- Documents de référence et présentations des résultats annuels¹⁶⁷ aux analystes (2007 à 2015)
- Protocoles d'acquisitions réalisées en 2015 (Novigotech, Altaven, JDS solutions, Magelia, Technomedia) et des années précédentes (depuis 2010) ; communiqués d'annonce de ces opérations de croissance externe
- Présentation de l'acquisition de Technomedia¹⁶⁸

¹⁶⁶ Assistance à la Direction Générale.

¹⁶⁷ Slideshow.

¹⁶⁸ Slideshow.

Ledouble

- Contrat de crédit *Club Deal* (23 mars 2015)
- Contrat de crédit entre BPI et Altaven (29 septembre 2015 et 16 octobre 2015)
- Rapport d'expertise sur la détermination du taux d'actualisation du Groupe (janvier 2016)
- Détails sur les postes du bilan et du compte de résultat consolidés de Cegid Group au 31 décembre 2015
- Détails du chiffre d'affaires par métier et du chiffre d'affaires à l'export au 31 décembre 2015
- Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels de Cegid SA et de Cemagid au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015
- Etats financiers audités des sociétés Cegid Software Shenzhen Limited et Cegid Hong Kong Limited au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015
- Etats financiers consolidés Technomedia au titre des exercices clos le 31 juillet 2014 et le 31 juillet 2015
- Rapport d'expertise sur l'évaluation des BAAR (18 septembre 2012)

Informations prévisionnelles

- Budget initial (2016)
- Plans d'affaires (2016 à 2020) de Cegid Group *stand alone* et de Technomedia
- Notes de brokers les plus récentes concernant Cegid Group

➤ **Bases de données**

- *Bloomberg*
- *Infinancials*
- *MergerMarket*
- *Thomson One*
- *Xerfi 700*

➤ **Références bibliographiques¹⁶⁹**

Sites d'informations

- Site d'information de Cegid Group. [En ligne], <http://www.cegid.com>
- Site d'information de Silver Lake Partners. [En ligne], <http://www.silverlake.com/>.

¹⁶⁹ Liens *Web* au 30 juin 2016.

Ledouble

- Site d'information de la Banque de France. [En ligne], <https://www.banque-france.fr>
- Sites d'information des comparables boursiers :
 - Axway. [En ligne], <https://www.axway.com/fr>
 - Cegedim. [En ligne], <http://www.cegedim.fr/Pages/default.aspx>
 - IFS. [En ligne], <http://www.ifsworld.com/fr/>
 - Linedata. [En ligne], <http://fr.linedata.com/>
 - Pharmagest Interactive. [En ligne], <http://www.pharmagest.com/>
 - Sage Group [En ligne], <http://www.sage.com/company>
 - Software AG. [En ligne], <http://www.softwareag.com/corporate/>
 - Totvs. [En ligne] <https://www.totvs.com/>
- Autres sites d'information :
 - NetSuite. [En ligne], <http://www.netsuite.com/portal/home.shtml>
 - Salesforce. [En ligne], <https://www.salesforce.com/fr/?ir=1>
 - Workday. [En ligne], <http://www.workday.com/>
 - Xero. [En ligne], <https://www.xero.com/>

Etudes

- Damodaran Industrie [En ligne], <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- Euroland (2015). *Note sectorielle « Edition de logiciels », la place du SaaS dans le secteur.*
- FMI (2016). « Perspective de l'économie mondiale », avril 2016, p. 38. [En ligne], <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/textf.pdf>
- Gartner (2016), extrait de la note "Forecast : Public Cloud Services, Worldwide, 2013-2019, 4Q15 Update" et "Forecast Analysis: Public Cloud Services, Worldwide, 4Q15 Update." [En ligne], <http://www.gartner.com/newsroom/id/3188817>
- Le monde informatique. [En ligne], <http://www.lemondeinformatique.fr>
- RIS Top Software Leaderbord Top 20. [En ligne], <http://www.cegid.fr/retail/cegid-est-classe-dans-le-top-5-de-l-etude-2015-ris-software-leaderboard/r1-6494.aspx>
- Xerfi (2016). *L'édition de logiciels*, janvier.
- Xerfi (2015). *Les services informatiques*, novembre.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

Sébastien SANCHO, Associé signataire

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, certifié « Islamic Qualification »
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Stéphanie GUILLAUMIN, Directeur Associée

- Toulouse Business School Grande École (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Conduit régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Jonathan NILLY, Responsable de mission

- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Corporate Finance
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Youness ABOUTAHER, Analyste

- Master Finance et Stratégie – Sciences Po Paris
- Bachelor Économie et Finance – Université du Québec à Montréal (UQAM)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et de commissariat aux apports et à la fusion

Edouard HAYOT, Analyste

- Neoma Business School
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

--

Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'APEI
- Membre de la SFEV

Annexe 6 : Liste des expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2016)

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	[1]
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	[2]
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	-
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

[1] et [2] : Augmentations de capital réservées - Expertises indépendantes au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

Annexe 7 : Performances des comparables boursiers

Société	Référence Annexe 8	Croissance du chiffre d'affaires				Marge d'EBITDA				Marge d'EBIT			
		2015	2016e	2017e	2018e	2015	2016e	2017e	2018e	2015	2016e	2017e	2018e
CEGID GROUP		5,8%	10,7%	4,7%	2,6%	26,1%	27,9%	28,4%	29,0%	13,3%	15,3%	15,8%	na
SAGE GROUP PLC	8.1	6,1%	6,9%	7,7%	6,0%	24,0%	29,3%	29,6%	30,0%	20,7%	26,6%	27,8%	28,2%
SOFTWARE AG	8.2	1,8%	1,2%	2,5%	3,0%	29,0%	31,2%	31,8%	32,2%	23,3%	27,9%	28,6%	29,4%
TOTVS SA	8.3	7,7%	20,4%	4,3%	6,3%	17,4%	18,8%	21,2%	22,5%	12,0%	14,5%	16,5%	18,0%
INDUST & FINANCIAL SYSTEM-B	8.4	11,7%	4,7%	5,5%	na	17,9%	20,5%	23,0%	na	10,3%	14,2%	16,5%	na
AXWAY SOFTWARE SA	8.5	8,8%	8,4%	6,6%	6,9%	18,2%	15,1%	15,8%	16,7%	13,3%	13,2%	14,2%	15,2%
PHARMAGEST INTERACTIVE	8.6	(0,9%)	8,1%	5,7%	na	27,5%	28,5%	28,8%	na	24,9%	27,4%	28,6%	na
CEGEDIM SA	8.7	3,4%	2,7%	3,1%	2,9%	18,7%	17,4%	17,9%	18,8%	11,3%	9,7%	10,5%	11,5%
LINEDATA SERVICES	8.8	9,1%	1,4%	2,9%	2,1%	28,3%	26,6%	27,0%	27,5%	22,0%	20,4%	20,8%	21,0%
Moyenne		5,9%	6,7%	4,8%	4,5%	22,6%	23,4%	24,4%	24,6%	17,2%	19,2%	20,4%	20,5%
Médiane		6,9%	5,8%	4,9%	4,5%	21,4%	23,6%	25,0%	25,0%	17,0%	17,4%	18,7%	19,5%

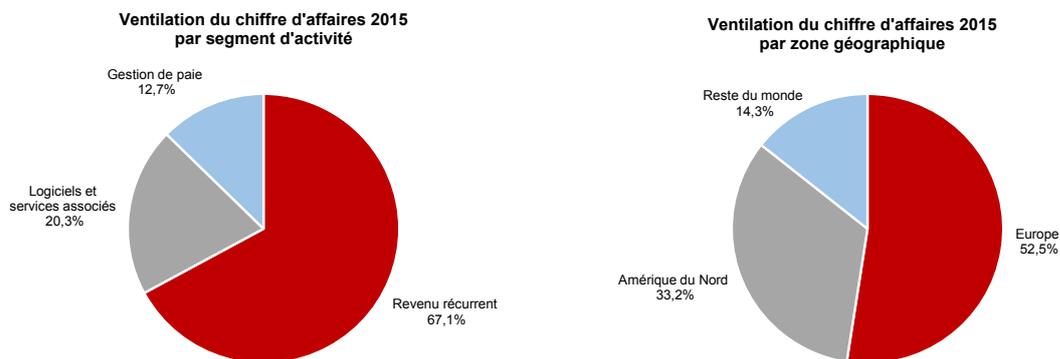
Source : Bloomberg ; *Infinitivals pour Indust & Financial System-B*

Annexe 8 : Présentation des comparables boursiers¹⁷⁰

8.1 Sage Group

Groupe anglais, Sage¹⁷¹ est un éditeur de logiciels destinés aux services de comptabilité, de gestion commerciale, de paie et de paiements en ligne pour le marché des petites et moyennes entreprises.

Sage Group est présent dans 23 pays et emploie près de 13.000 personnes.



¹⁷⁰ Source : *Bloomberg* et documents de référence.

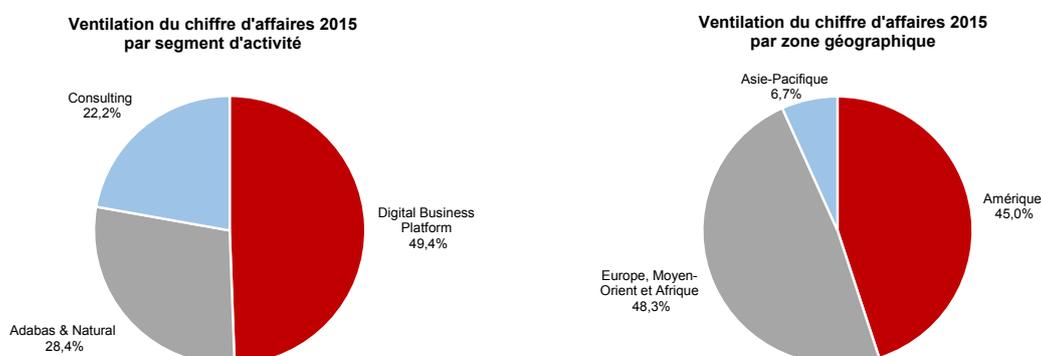
¹⁷¹ Le titre Sage Group est coté sur le London Stock Exchange.

8.2 Software AG

Software AG¹⁷² est un groupe allemand fournissant des logiciels d'infrastructures d'entreprises. Ses produits comprennent des solutions de gestion de données, d'activation d'architecture orientée services (SOA) et d'amélioration de processus d'entreprises.

L'activité du groupe s'articule autour de trois divisions : *Digital Business Platform*, *Adabas & Natural* (gestion de bases de données, développement d'applications), *Global Consulting Services*.

Software AG emploie près de 4.400 collaborateurs dans plus de 70 pays et a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 873 M€ ventilé comme suit :



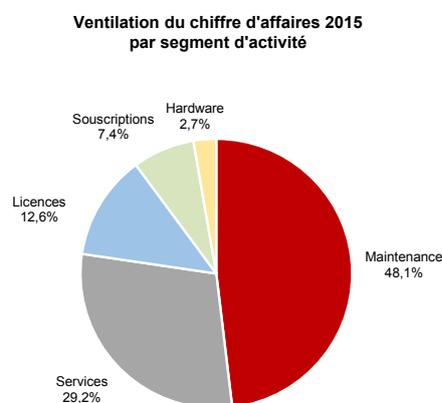
¹⁷² Le titre Software AG est coté sur le Xetra.

8.3 Totvs

Leader au Brésil et en Amérique latine, Totvs¹⁷³ est un éditeur de logiciels à destination de plusieurs secteurs d'activité (éducation, services financiers, industriel, santé, Retail,...).

Le groupe fournit également des services de *consulting* afin de développer des solutions adaptées aux besoins propres de ses clients.

Totvs est présent en Amérique latine, Asie, Afrique et Europe à travers 21 filiales, 82 franchises, 13 centres de développement et 5.000 distributeurs.

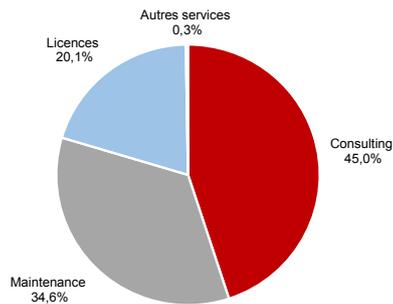


¹⁷³ Le titre Totvs est coté à la bourse de São Paulo (BM&F Bovespa).

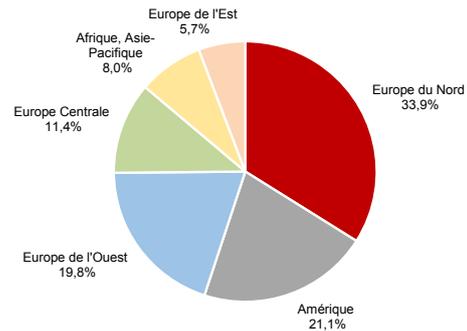
8.4 Indust & Financial System-B (IFS)

Créée en 1983, IFS¹⁷⁴ est une société suédoise spécialisée dans le développement et la fourniture de logiciels d'entreprises pour la planification des ressources (ERP), la gestion des actifs (EAM) et la gestion de services (ESM).

Ventilation du chiffre d'affaires 2015
par segment d'activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2015
par zone géographique



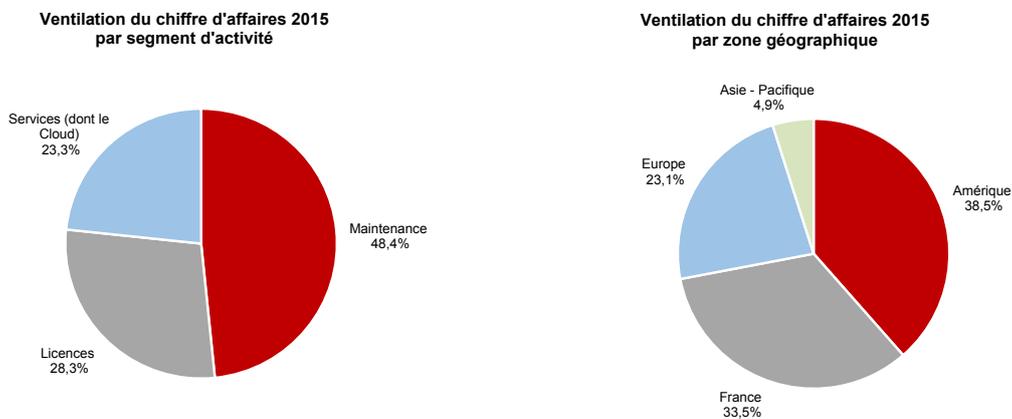
¹⁷⁴ Le titre IFS est coté sur le Stockholm Stock Exchange.

8.5 Axway Software

Axway¹⁷⁵ est l'un des principaux éditeurs au monde de solutions complètes pour accompagner les entreprises dans leur transformation digitale

Axway fournit des logiciels d'intégration pour connecter des personnes, des processus, ainsi que des objets, et dispose en outre d'une plate-forme d'engagement digitale pour la gestion d'API (Interfaces de programmation d'applications), la gestion d'identité, le développement d'applications mobiles et les outils d'analyse qui accompagnent les entreprises vers la réussite de leur transformation digitale.

Axway compte 1.884 collaborateurs et a réalisé en 2015 un chiffre d'affaire de 285 M€ ventilé comme suit :



¹⁷⁵ Le titre Axway Software est coté sur Euronext Paris.

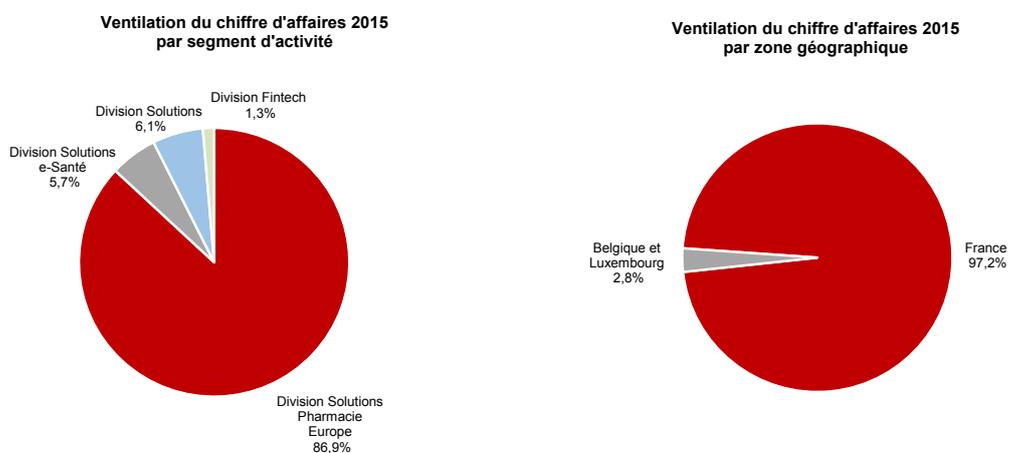
8.6 Pharmagest Interactive

Pharmagest Interactive¹⁷⁶ est *leader* dans le développement et la commercialisation de solutions informatiques pour les officines et l'industrie pharmaceutique. La société développe également une activité *e-business* et *e-media* en direction des laboratoires.

L'activité de Pharmagest Interactive s'articule autour de quatre divisions :

- **Division Solutions Pharmacie Europe**, composée des pôles Pharmacie France et Pharmacie Luxembourg et Belgique ;
- **Division Solutions e-Santé**, regroupant les pôles e-Laboratoires, e-Patients et e-Connect ;
- **Division Solutions**, pour les établissements sanitaires et médico-sociaux ;
- **Division Fintech**, créée en 2015, visant à constituer une place de marché du financement des ventes pour les équipements et les services.

Pharmagest Interactive compte 700 collaborateurs et a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 113 M€ ventilé comme suit :

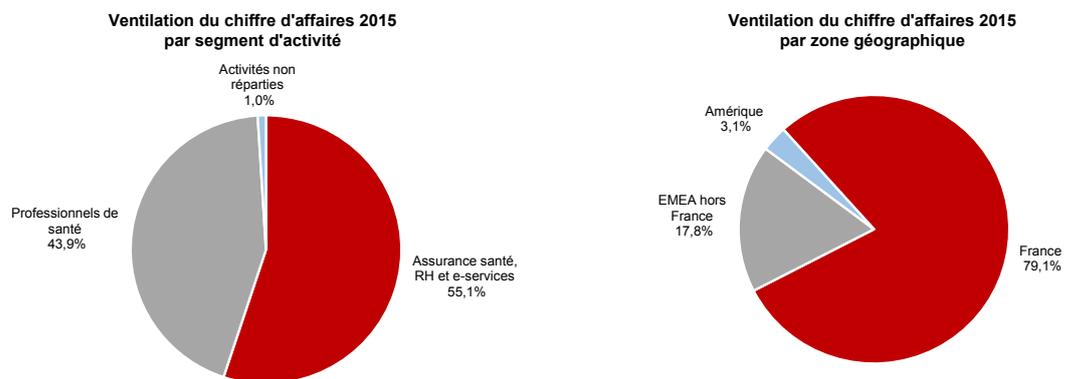


¹⁷⁶ Le titre Pharmagest Interactive est coté sur Euronext Paris.

8.7 Cegedim

Créée en 1989, Cegedim¹⁷⁷ propose des prestations de services, des outils informatiques, des logiciels spécialisés, des services de gestion de flux et de bases de données. Ses offres s'adressent notamment aux professionnels de santé, industries de santé, laboratoires pharmaceutiques, et compagnies d'assurance.

Cegedim compte plus de 3.600 collaborateurs dans 11 pays et a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 426 M€.

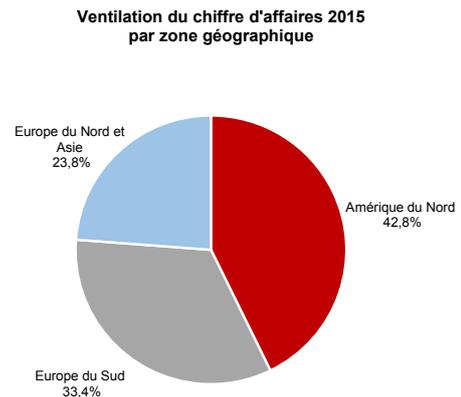
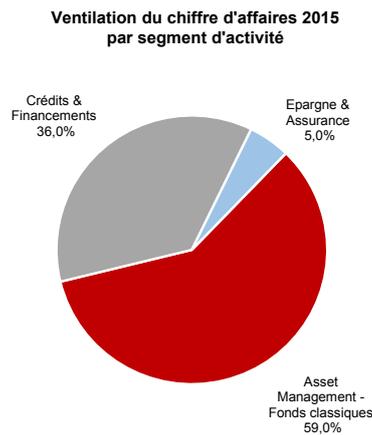


¹⁷⁷ Le titre Cegedim est coté sur Euronext Paris.

8.8 Linedata

Linedata¹⁷⁸ est un éditeur de solutions globales, dédiées à la communauté internationale des professionnels de l'*asset management*, de l'assurance et du crédit.

Linedata compte près de 1.000 collaborateurs opérant dans 50 pays et a réalisé un chiffre d'affaires en 2015 de 172 M€ ventilé comme suit :



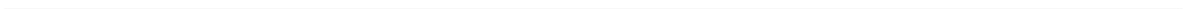
¹⁷⁸ Le titre Linedata est coté sur Euronext Paris.

Annexe 9 : Multiples transactionnels¹⁷⁹

Date	Cible	Pays	Acquéreur	EV / CA	EV / EBIT
déc.-15	TeamSystem SpA	Italie	HgCapital; Bain Capital LLC; Intermediate Capital Group Plc	5,0x	na
nov.-15	Industrial & Financial Systems AB	Suède	IGT Holding IV AB	3,0x	32,9x
mai-15	Linedata Services	France	Consortium Amanaat	1,4x	8,3x
févr.-15	Advent Software	Etats Unis	SS&C Technologies	5,2x	23,5x
janv.-15	eFront	France	Bridgepoint	3,3x	na
nov.-14	Advanced Computer Software	Royaume-Uni	Vista Equity Partners	2,9x	ns
oct.-14	Exact Holding	Pays-Bas	Apax Partners	2,6x	14,9x
févr.-14	Generix SA (ERP GCE Business)	France	Aurea Software	0,8x	na
nov.-13	Unit4	Pays-Bas	Advent International Corporation	2,2x	ns
janv.-11	Axway Software	France	Actionnaires de Sopra Groupe (Spin off)	1,7x	14,0x
Moyenne				2,8x	18,7x
Médiane				2,8x	14,9x

¹⁷⁹ Source : Mergermarket.

Annexe 2



*Réunion extraordinaire du
CC UES
du 31 mai 2016
Avis du comité*

Le CCE est consulté sur le projet d'offre publique d'achat (OPA) de 100% des titres de CEGID GROUP par le Consortium composé des fonds d'investissements SILVER LAKE et ALTAONE.

Cette offre a été approuvée publiquement par le conseil d'administration de CEGID GROUP.

La consultation fait suite à l'information du Comité sur le projet de prise de participation minoritaire dans CEGID GROUP par la cession de blocs d'actions envisagée par GROUPAMA et ICMI au Consortium, représentant environ 37,6% du capital de CEGID GROUP.

Le lancement de l'OPA se fera après la cession des blocs d'actions.

Le CCE est conscient que l'ensemble de l'opération juridique menée en deux temps reste soumise à des conditions suspensives, ainsi qu'aux règles applicables en matière de contrôle de la concurrence et sous la surveillance de l'Autorité des Marchés Financiers. Il retient aussi que des incertitudes sont possibles sur le dénouement du projet d'OPA et qu'une contre OPA reste possible.

Jean-Michel AULAS, Président-Fondateur de CEGID, a souhaité accompagner l'évolution de l'actionnariat du groupe afin d'en assurer la pérennité et la performance, dans l'intérêt du groupe, des clients et des salariés.

A la demande des nouveaux actionnaires, il poursuivra l'aventure à CEGID en tant que Président du Conseil d'Administration avec à ses côtés Patrick BERTRAND, qui lui continuera d'assurer la Direction Générale du Groupe.

Au cours des réunions d'informations des 18, 26 avril puis des 12 et 31 mai 2016, Jean-Michel AULAS, Patrick BERTRAND et les dirigeants des sociétés SILVER LAKE- *leader mondial de l'investissement dans le domaine des technologies du numérique* - et ALTAONE - *société d'investissement et Co-investisseur sur le projet* - ont présenté les raisons et les motivations de leur projet aux membres du Comité et à son expert, le cabinet SECAFI.

D'autres scénarios étaient possibles pour le changement inéluctable de l'actionnariat. Jean-Michel AULAS et Patrick BERTRAND ont expliqué les raisons ayant conduites au choix du Consortium. A ce jour, au vu des informations collectées par le CCE et son expert, vos représentants estiment que ce choix semble judicieux même si le projet des nouveaux actionnaires réclame des précisions.

CEGID est une belle entreprise et le Consortium porte un réel intérêt à son potentiel. L'objectif est de faire du groupe un leader européen du logiciel en accélérant significativement la stratégie décidée depuis plusieurs années par le Conseil

d'Administration et mise en œuvre par le Comité de Direction. Les résultats économiques et sociaux ont été soulignés et validés par le CCE lors de la consultation sur les orientations stratégiques de l'entreprise.

Le management demeurera responsable de la gestion de l'entreprise. Les nouveaux actionnaires interviendront en tant que membre actif du Conseil d'Administration et challengent les équipes dirigeantes sur la mise en œuvre des bonnes solutions stratégiques, opérationnelles et innovantes.

Pour faire grandir CEGID, l'ambition industrielle de SILVER LAKE est de s'appuyer sur les points forts de l'entreprise en accélérant la transformation vers le SaaS, en accentuant le développement à l'international en synergie avec son réseau d'entreprises, en recrutant les meilleurs talents, en participant à la réalisation de nouvelles croissances externes et en apportant ses compétences afin d'améliorer la performance globale de l'entreprise, notamment sa croissance organique.

Au fil de ces réunions et des échanges constructifs avec Jean-Michel AULAS et Patrick BERTRAND, ainsi qu'au cours de sa rencontre appréciée avec les dirigeants de SILVER LAKE et d'ALTAONE, le CCE a bien retenu l'aspect industriel du projet et la stratégie affichée par le Consortium, qui s'inscrit dans la continuité de celle présentée au CCE et aux salariés ces dernières années.

Il a également retenu que les exigences de rentabilité attendues depuis plusieurs années par les dirigeants de l'entreprise étaient proches de celles des nouveaux actionnaires et que le développement de l'entreprise constitue l'essentiel du travail à venir pour la valoriser au mieux.

Le Comité et son expert retiennent que le montage financier du projet s'avère sain et qu'il semble visiblement éloigné d'un projet émanant d'un fonds « activiste / prédateur » et d'un montage financier de type LBO, LBO dont le CCE ne souhaite pas entendre parler. Les fonds s'inscrivent dans une stratégie dite de valorisation : faire grossir l'entreprise et améliorer la performance, donc les ratios de rentabilité (notamment EBITDA/CA) puis en sortir dans un horizon de 5 à 7 ans.

Le CCE rappelle que pour favoriser et réussir cette stratégie, il est nécessaire d'y associer tous les salariés. Les actions concrètes seules comptent sur ce terrain et ne récompenser que le seul management est insuffisant dans une industrie de compétences. Une partie de la valorisation doit aussi revenir aux salariés. La convergence des intérêts du Consortium et des salariés demeure pour le CCE un des facteurs essentiels de la réussite de la stratégie.

Bien qu'étant très performante, CEGID affiche aussi quelques faiblesses récurrentes. Le CCE attend que le projet, tel que présenté, y remédiera tout en développant un équilibre social différent, permettant aux salariés de donner leur pleine mesure. C'est un enjeu stratégique et social majeur pour le CCE et pour les salariés, qui ne peuvent devenir les victimes collatérales de la nouvelle ère qui s'ouvre à CEGID. Bien au contraire, les salariés souhaitent participer activement à la réussite de ce projet.

Le CCE souligne que l'essentiel des préoccupations qui animent les salariés et leurs représentants gravite autour des implications organisationnelles et sociales du projet stratégique et financier présenté. Bon nombre de réponses concrètes à ces questions ne pourront être apportées qu'après les phases contractuelles de signatures.

Dans la continuité des habitudes de dialogue et de travail entre partenaires sociaux, le présent avis constitue une première étape de passage obligatoire et réglementaire. Les précisions nécessaires seront apportées et étudiées par le CCE au fil de l'eau selon l'avancement du projet. Ainsi une rencontre entre le cabinet SECAFI et le Consortium est déjà prévue le 15 juin, elle portera notamment sur :

- L'importance du dialogue social pour le CCE. Ce dialogue social, dans une industrie de compétences, a valeur stratégique pour l'entreprise
- l'aspect économique et le montage financier de l'opération et le business plan. En particulier, quel sera le niveau de ponction de cash ?
- La trajectoire à 5 ans, notamment en termes d'EBITDA, envisagée par le consortium
- Les faiblesses de Cegid : méthodes pour les transformer en atouts
- Le partage de la valorisation

Les textes prévoient que l'avis du Comité pourrait s'avérer caduc en cas de modification significative des informations présentées entre l'annonce et le dépôt de l'offre.

Le CC UES de CEGID compte tenu : des informations dont il dispose, des réponses obtenues, des échanges en réunion avec Jean-Michel AULAS, Patrick BERTRAND et les dirigeants de SILVER LAKE et d'ALTAONE, (*que le Comité remercie pour leur grande marque d'intérêt et de respect*), et de l'analyse pertinente de son expert, considère par anticipation que le projet présenté par le Consortium lui paraît de nature à dynamiser le développement du groupe.

Dans son avis le CCE confirme sa volonté de préserver, de poursuivre et d'enrichir le dialogue social innovant et efficace construit à CEGID dans une relation de confiance et de transparence avec le Président-Fondateur et son initiateur et principal acteur Patrick BERTRAND.

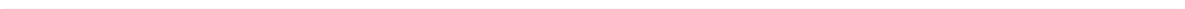
Pascal GUILLEMIN, Directeur des Ressources Humaines et Olivier LEBOURGEOIS expert du CCE du cabinet SECAFI sont associés à ce mode de fonctionnement pratiqué depuis de nombreuses années par les partenaires sociaux de l'entreprise.

Le CCE entend poursuivre cette relation de confiance et ce dialogue de haut niveau avec les nouveaux actionnaires dans l'intérêt de la performance économique de l'entreprise, des salariés et de leur emploi.

Laurent BELLIN, Secrétaire du Comité Central Cegid



Annexe 3





CEGID Group

1^{ère} étape de la reprise de Cegid

**Un projet de cession de blocs d'actions
suivi d'une d'OPA**

29 mai 2016

SECAFI

Diagnostic Stratégie Emploi

Société d'expertise comptable inscrite
au Tableau de l'Ordre de la région Rhône-Alpes

Direction Régionale Rhône-Alpes

Immeuble Le Green
241, rue Garibaldi – 69003 Lyon
Tél 04 78 63 60 63

SAS au capital de 2 245 092,50 €
312 938 483 RCS Paris
Numéro d'identification intracommunautaire
FR 88 312 938 483

- ▶ Le présent rapport rend compte de la mission que nous a confiée votre Comité Central d'Entreprise dans le cadre de l'examen du projet d'OPA des fonds d'investissement Silver Lake et AltaOne vis-à-vis du groupe Cegid. Ils ont été rencontrés le 12 mai dernier.
- ▶ Nous avons eu des entretiens avec Pascal GUILLEMIN, Patrick BERTRAND, que nous remercions pour leur disponibilité.
- ▶ Nous vous remercions de votre confiance et nous nous tenons à votre disposition pour vous fournir toutes explications complémentaires ou pour approfondir avec vous les réflexions que vous estimeriez nécessaires à l'appréciation de la situation du groupe.
- ▶ L'essentiel des préoccupations qui animent les salariés et leurs représentants gravite autour des **implications organisationnelles et sociales du projet stratégique et financier présenté.**
- ▶ Bon nombre de réponses concrètes à ces questions ne pourront être apportées qu'après les phases contractuelles de signing / closing : **très peu de choses sont décidées à ce stade.**
- ▶ Les réflexions présentées dans ces travaux sont pour l'essentiel des hypothèses / projections faites par SECAFI sur la base de l'expérience acquise au cours de nos missions d'accompagnement d'entreprises cédées / achetées et de la connaissance approfondie du groupe.

Fait à Lyon, le 29 mai 2016

Olivier LE BOURGEOIS

Véronique LARUE

Olivier GUILLOU

L'article L 2325-5 du Code du travail dispose que les membres du CE sont tenus au secret professionnel pour toutes les questions relatives aux procédés de fabrication. Les membres du Comité d'Entreprise et les représentants syndicaux sont tenus à une obligation de discrétion à l'égard des informations revêtant un caractère confidentiel et présentées comme telles par l'employeur.

Note importante : sauf indication contraire, les éléments chiffrés présentés concernent CEGID group au niveau consolidé

En outre, le Code du travail rappelle que les informations comptables (Art. L. 2323-10) et les informations données dans le cadre d'une procédure d'alerte économique (Art. L. 2323-82), sont par nature « réputées confidentielles ».

L'obligation de confidentialité qui incombe à l'expert-comptable en application de l'article L.2325-42 du Code du travail est la même que l'obligation de secret et de discrétion liant les membres du Comité d'Entreprise en application de ce même texte.

Ces obligations de confidentialité et /ou discrétion ne s'imposent qu'à l'égard des tiers à l'entreprise.

1. Les aspects légaux du projet d'OPA	page 4
2. Les aspects stratégiques, financiers et sociaux du projet d'OPA	page 21
Conclusion	page 27
Annexes	page 30

- *Présentation des fonds d'investissements (extrait de la présentation du 12 mai en CCE)*
- *Questions à l'acquéreur lors du CCE du 12 mai 2016*
- *Mini lexique OPA*
- *Actionnaires, conseil d'administration, dirigeants, dans une société anonyme (SA) à Conseil d'Administration (CA)*

Formations

Conditions
de travail

Enjeux
sociaux

Emplois

Perspectives
économiques

1. Les aspects légaux du projet d'OPA

Une opération juridique en deux temps

Première étape : cession de 2 blocs d'actions

- ▶ Un projet de cession de blocs d'actions représentant 37,6% du capital de CEGID Group à une société de droit luxembourgeois :
 - ▶ **L'Acquéreur** : Une société de droit luxembourgeois, Claudius Finance, détenue indirectement par le fonds d'investissement américain **Silver Lake Partners**, spécialisé dans l'investissement sur le secteur technologique, dans laquelle le fonds d'investissement **Altaone** prendrait une participation
 - ▶ La société ICMI deviendrait également actionnaire de cette société de droit luxembourgeois en réinvestissant une partie du prix de cession des actions de CEGID GROUP
 - **Questions :**
 - Qui sont/seront les actionnaires ?
 - Quelle répartition du capital dans cette société ? ICMI ?
 - Pourquoi cette société est-elle basée au Luxembourg ?
 - Quelle en serait gouvernance ?
 - ▶ **Les Cédants :**
 - ▶ ICMI : 10,6% du capital de CEGID GROUP
 - ▶ GROUPE GROUPAMA : 26,89% du capital de CEGID GROUP
 - **Questions :**
 - Les cédants sont-ils titulaires de bons de souscription d'actions ?
 - Si oui, les cèdent-ils ?

L'opération de cession des 37,6% reste soumise à des conditions suspensives

▶ Le prix, élément essentiel du contrat de cession, est déterminé : 62,25€ par actions

▶ Toutefois, il y a des conditions suspensives dans cet accord :

1. Une condition suspensive classique est probablement stipulée : le résultat des audits financiers, comptables et juridiques (« due diligences ») diligentés par les Acquéreurs sans doute en cours.

- ▶ A l'issue de cette phase, une garantie d'actifs et de passifs sera négociée entre les Acquéreurs et les Cédants pouvant contenir par exemple une clause de révision du prix en fonction des risques identifiés et de leurs réalisations ou non dans le temps (généralement 5 ans)
- ▶ Si les parties parviennent à un accord sur la base de cette garantie, la condition suspensive sera levée
- ▶ La signature du contrat définitif est envisagée en juillet 2016

2. L'obtention des autorisations nécessaires par les autorités de la concurrence

- **Questions :**

- A date, une demande aurait été déposée, mais nous ne savons pas auprès de quelle autorité de la concurrence?
 - Quelle est l'autorité compétente ?
- Des risques ont-ils été identifiés sur le marché ? (cf. plus loin)

Règles applicables en matière de contrôle de la concurrence en France

- ▶ Lorsqu'une opération de rapprochement d'entreprises pose un problème de droit des concentrations, l'initiateur doit notifier l'opération, avant sa réalisation.

- ▶ Le ministre français de l'économie, via l'Autorité de la concurrence française, est compétent lorsque :
 - ▶ L'opération ne rentre pas dans le champ du règlement communautaire,
 - ▶ Le chiffre d'affaires total mondial HT de l'ensemble des parties est supérieur à 150 M€
 - ▶ et le chiffre d'affaires total HT réalisé en France par deux au moins des parties est supérieur à 50M€

- ▶ Lorsqu'une opération de concentration est notifiée à l'Autorité de la concurrence, l'information est publiée sur son **site Internet dans les 5 jours ouvrables suivant sa notification**. Cette publication est destinée aux tiers intéressés afin qu'ils puissent formuler leurs éventuelles observations.

- ▶ Si l'opération ne pose pas de difficultés de concurrence particulières ou si les engagements présentés par les parties remédient aux problèmes constatés, l'opération peut donner lieu à une autorisation avec ou sans engagements au terme d'un examen rapide appelé **phase 1**.
 - ▶ **La décision de l'Autorité de la concurrence est rendue dans un délai de 25 jours ouvrés à compter de la date de réception d'un dossier complet de notification (article L430-5 du Code de commerce)**



Règles applicables en matière de contrôle de la concurrence en France

- ▶ Si un doute sérieux d'atteinte à la concurrence subsiste, l'Autorité ouvre une **phase 2**, d'analyse approfondie de l'opération.
 - ▶ Elle examine si l'opération est de nature à porter atteinte à la concurrence notamment par la création, le renforcement d'une position dominante ou par la création ou le renforcement d'une puissance d'achat qui placeraient les fournisseurs en situation de dépendance économique.
 - ▶ Elle examine si l'opération est justifiée par des gains d'efficacité compensant les atteintes à la concurrence éventuellement constatées.
 - ▶ A l'issue de cet examen (**en principe 65 jours ouvrés à compter de l'ouverture de la phase 2**), l'Autorité rend une décision collégiale qui peut, soit autoriser l'opération sans condition particulière, soit l'autoriser sous réserve d'engagements, soit l'interdire.

- ▶ A titre exceptionnel, le Ministre de l'économie peut évoquer une affaire lorsque celle-ci revêt une dimension stratégique et passer outre la décision de l'Autorité indépendante (développement industriel, compétitivité des entreprises en cause au regard de la concurrence internationale, création ou maintien de l'emploi).

Règles applicables en matière de contrôle de la concurrence en Europe

- ▶ Si l'opération entre dans le champ du règlement communautaire, la notification doit être faite à la Commission européenne si elle a une dimension « communautaire ».

- ▶ Sont considérées comme européennes les concentrations d'entreprises dont :
 - ▶ le chiffre d'affaires total mondial des parties est supérieur à 5 milliards d'euros,
 - ▶ Et dont le chiffre d'affaires total réalisé individuellement dans la Communauté par au moins 2 entreprises est supérieur à 250 milliards d'euros
 - ▶ Sauf si chacune des entreprises concernées réalise plus des 2/3 de son chiffre d'affaires total dans la Communauté à l'intérieur d'un seul et même Etat membre.

- ▶ La commission détermine si l'opération soulève des doutes sérieux quant à sa compatibilité avec le marché commun, dans l'affirmative elle déclenche la phase II d'enquête approfondie
 - **1 mois pour décider de déclencher une enquête approfondie**
 - **Une enquête a en principe une durée maximale de 4 mois**



Quelles sont les autres conditions suspensives susceptibles d'annuler la cession des 37,6% ?

- ▶ La cession des 37,6% est-elle conditionnée à la réussite de l'OPA?
 - ▶ Le communiqué de presse de Cegid en date du 18 avril dernier, précise que « *l'offre publique sera réputée réussie sous réserve qu'à la clôture de l'offre, l'initiateur atteigne un seuil excédant 50% du capital social ou des droits de vote de CEGID GROUP* ».
 - ▶ Il est également précisé que certains actionnaires représentant ensemble une participation de 5,9% se sont engagés à apporter leurs actions à l'offre publique
 - **Questions :**
 - Un seuil minimum réputant l'OPA réussie est-il stipulé dans le contrat de cession des blocs d'actions ?
 - Y-a-t-il d'autres conditions suspensives?
 - Loi antitrust US?
 - Un accord en lien avec les droits de vote double?



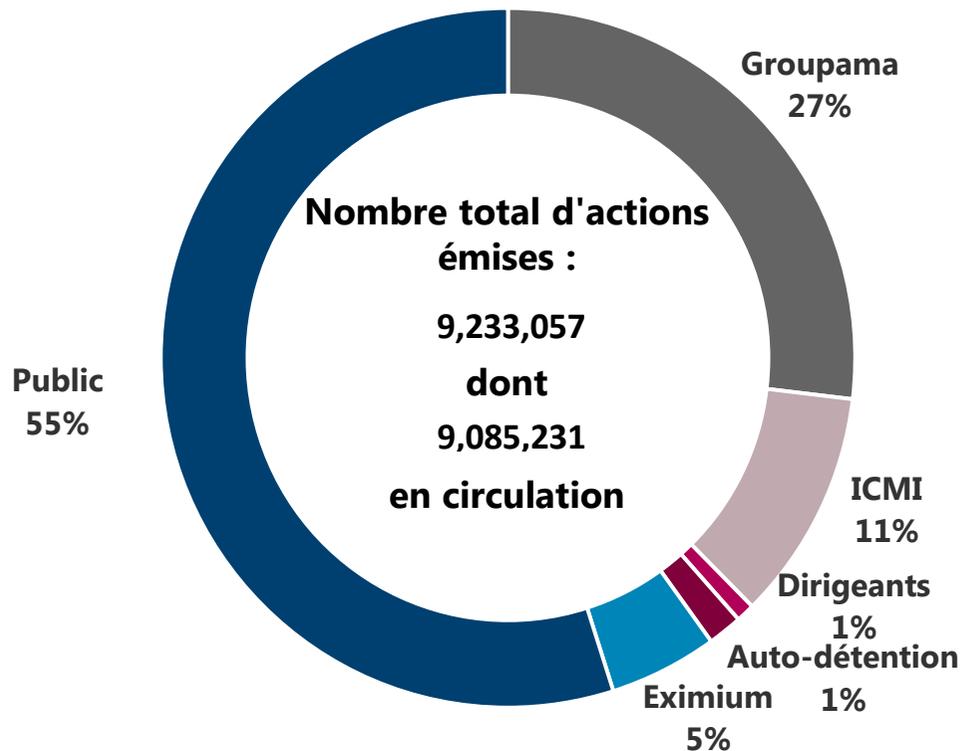
Deuxième étape juridique : Offre Publique d'Achat obligatoire si la cession des 37,6% est conclue

- ▶ Une offre publique d'achat (OPA) consiste à proposer aux actionnaires d'une société cotée, l'acquisition de la totalité des titres pendant une période donnée et pour un prix fixé et versé en espèces.
 - ▶ Cette procédure se fait sous la surveillance de l'AMF qui s'assure du respect des principes de transparence, de bonne information et d'égalité de traitement des actionnaires.
 - ▶ On parle d'OPA hostile lorsque le conseil d'administration et l'équipe dirigeante ne sont pas favorables à l'offre, et d'offre amicale dans le cas contraire.
- ▶ Dans le projet, les Acquéreurs (Silver Lake et AltaOne) seront légalement obligés de déposer un projet d'OPA (OPA dite "obligatoire") auprès de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) car ils vont détenir plus de 30% du capital de CEGID Group suite au rachat du bloc d'actions de 37,6% aux sociétés ICMI (holding ICMI de M. Aulas) et Groupama.
 - ▶ Le prix : 62,25 € + 1,25 € (si le seuil des 95% du capital est atteint).
- ▶ L'OPA sur CEGID Group est dite "amicale".
 - ▶ En effet, la direction et le conseil d'administration ont approuvé publiquement les termes du rachat.
- ▶ Deux actionnaires minoritaires (Eximium et Monsieur Patrick Bertrand-DG de Cegid) représentant 5,9% du capital, se sont engagés à apporter leurs actions à l'OPA.
- ▶ On peut donc considérer que le consortium est assuré d'obtenir 43,5% du capital de CEGID Group



Rappel : actionnariat actuel

Actionnariat au 31 mars 2016



- ▶ **ICMI** : holding d'animation et d'investissement détenue par Monsieur Jean-Michel Aulas à hauteur de 99.95%
- ▶ **Groupama** : groupe mutualiste d'assurance et de banque généraliste
- ▶ **Eximium** : holding d'investissements et de services
 - Président : Monsieur Michel Baulé, également administrateur de Cegid

Note : Il y a 10,218,824 droits de vote

Le calendrier global du consortium

► Le calendrier présenté à date du 12 mai 2016 en CCE par le consortium est le suivant.

- Ce calendrier nous paraît être un planning au plus tôt. Notamment, une OPA en période estivale n'est pas une pratique courante.

18 avril	• Signature du contrat d'acquisition du bloc et annonce de la transaction	✓
9 mai	• Assemblée générale de Cegid	✓
11 mai	• Date ex-dividende	✓
Seconde partie du mois de mai	• Dépôts des demandes d'autorisation auprès des autorités de la concurrence	✓
30 juin	• Réunion du Conseil d'administration de Cegid afin de recommander le projet d'Offre Publique	
Première partie du mois de juillet	• Obtention des autorisations de la part des autorités de la concurrence, sauf retards éventuels • Closing de l'acquisition du bloc • Dépôt du projet d'Offre Publique auprès de l'AMF	
20 juillet	• Publication des résultats semi-annuels de Cegid pour l'exercice 2016	
Fin juillet	• Réunion d'information de Cegid • Dépôt du projet de document « Autres informations » auprès de l'AMF • Autorisation de l'Offre Publique par l'AMF	
Septembre / octobre	• Clôture et règlement-livraison de l'Offre Publique initiale • Réouverture de l'Offre Publique, clôture et règlement-livraison consécutifs	



Quelles sont les étapes d'une OPA ?

1. Les deux fonds ont déposé auprès de l'AMF un projet de note d'information, qui présente aux investisseurs l'ensemble des caractéristiques de l'offre. Il reste soumis à l'examen de l'AMF qui peut demander des modifications de fond et de forme. Le cours de l'action a de suite été suspendu.
 2. Parallèlement, CEGID Group a publié un communiqué qui présente les éléments essentiels du projet de note d'information et qui approuve le projet des deux fonds.
 3. Le cas échéant, les conclusions du rapport de l'expert indépendant Ledouble et de l'avis du CCE peuvent être publiées.
 4. Le projet est actuellement au statut de "pré-offre".
 - L'AMF examine le projet, et les deux fonds vont de toute manière attendre la finalisation de la vente du bloc d'actions pour lancer l'OPA (septembre-octobre 2016)
 5. La durée de l'OPA sera de 25 jours de bourse à compter de la publication de la dernière note d'information.
 6. Pour mémoire, l'offre est caduque lorsqu'à la clôture, l'initiateur ne détient pas un nombre d'action représentant 50% du capital ou des droits de vote
- Concrètement, le consortium a lancé la procédure auprès de l'AMF afin de voir leur projet d'OPA validé dès que l'achat du bloc d'actions de 37,6% à Groupama et ICMI sera finalisé courant juillet 2016. Dès lors, l'OPA pourra débuter.

Précisions sur les étapes clés de la procédure normale d'OPA

▶ Ouverture d'une **période de « pré-offre »** :

- ▶ Cette période commence par la publication des caractéristiques du futur projet et se termine par la publication soit de l'avis de dépôt soit de l'information que l'initiateur renonce.
- ▶ Durant cette période, l'intervention sur les titres est encadrée

▶ Fixation du prix de l'offre : elle est laissée à la liberté de l'initiateur mais l'AMF conserve un droit de regard

- ▶ Prix fixé 62,25 € par action (dividende au titre de l'exercice 2015 attaché) et 44,25€ par bon d'acquisition d'action remboursable

▶ Contenu du dossier adressé à l'AMF

- ▶ L'objectif de l'initiateur, ses intentions, le nombre de titres présentés en réponse en deçà duquel il se réserve le droit de renoncer, le prix
- ▶ L'AMF vérifie la conformité du projet
- ▶ L'AMF rend une décision de conformité de l'offre
- ▶ La période d'offre commence avec la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'offre

- **Question**

- Un calendrier plus précis que celui présenté par le consortium a-t-il été défini avec l'AMF ?

- ▶ Les initiateurs et la société doivent établir une **note d'information** dont le contenu est réglementé
- ▶ Quels sont les points clés de la note d'information ?
 - les **caractéristiques de l'offre** et, notamment, les éventuelles conditions suspensives de celle-ci,
 - les **critères d'évaluation** retenus pour déterminer le prix ou la parité d'échange,
 - les **intentions de l'initiateur** vis-à-vis de la société visée pour les douze mois à venir,
 - les **réactions de la société cible** (avis du conseil d'administration ou du conseil de surveillance sur l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société et ses actionnaires, recommandation émise par ce conseil à l'attention des actionnaires, intentions exprimées par les mandataires sociaux d'apporter ou non leurs titres à l'offre, etc.),
 - l'existence d'**un seul document d'information** conjoint à l'initiateur et à la cible ou de **deux documents distincts**,
 - le cas échéant, le **rapport de l'expert indépendant Ledouble** qui analyse les éventuels conflits d'intérêts liés à l'offre et porte un jugement étayé sur l'équité du prix d'offre.
 - le cas échéant, l'**avis du comité d'entreprise** sur l'offre.
- ▶ Il convient de bien distinguer, sur le site internet de l'AMF, le **projet** de note d'information déposé (projet soumis à l'examen de l'AMF et sujet à modifications éventuelles) de la note d'information **visée** (document définitif après contrôle de l'AMF).

- **Question**

→ Le projet de note pourra-t-il être communiqué à l'expert ?

Le CCE doit être informé et consulté dans le cadre d'une OPA

Rappel du cadre légal et aménagement de ce cadre par les partenaires sociaux de Cegid

- ▶ La loi Florange (29/03/2014) a renforcé le rôle du CCE en cas d'OPA (art. L. 2323-21 et suivants du code du travail – art. 8 de la loi).
- ▶ Le CCE décide s'il souhaite procéder à l'audition de l'auteur de l'offre et désigner un expert-comptable. **Elle se tient dans un délai d'1 semaine à compter du dépôt du projet d'OPA.** Au cours de cette audition, l'auteur de l'offre présente au CCE :
 - ▶ Sa politique industrielle et financière ;
 - ▶ Ses plans stratégiques pour la société concernée ;
 - ▶ Les répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette société.
 - ▶ Au cours de cette audition, l'auteur de l'offre peut se faire assister des personnes de son choix et le CCE, de l'expert-comptable qu'il aura nommé.
- ▶ **Le consortium a été effectivement rencontré le 12 mai dernier à Paris. Le CCE était assisté de notre cabinet et avait préparé des questions qui ont été transmises en amont à Silver Lake et AltaOne. Les deux fonds sont venus avec leurs dirigeants, grande marque d'intérêt et de respect pour le CCE.**



Le CCE doit être informé et consulté dans le cadre d'une OPA

Rappel du cadre légal et aménagement de ce cadre par les partenaires sociaux de Cegid

- ▶ L'expert-comptable dispose d'un **délai de 3 semaines** pour établir son rapport à compter du dépôt du projet d'OPA.
 - ▶ **Ce calendrier a été aménagé, en cohérence avec les habitudes de dialogue social de Cegid. Notre cabinet rend finalement son rapport le 29 mai 2016.**
- ▶ Le CCE émet son avis dans un **délai d'1 mois** à compter du dépôt du projet d'OPA.
 - ▶ **Il est prévu que le CCE rende son avis vers le 10 juin 2016, en amont du conseil d'administration prévu le 30 juin 2016**
- ▶ L'avis du CCE et le rapport de l'expert doivent être intégrés soit dans la note en réponse établie par la société faisant l'objet de l'offre, soit dans la note d'information commune établie par l'auteur de l'offre et la société faisant l'objet de l'offre.
- ▶ **La pratique du dialogue social chez Cegid fait que le CCE sera, comme sur les autres sujets, informé en temps réel de l'évolution du processus de reprise.**

Les incertitudes concernant le dénouement du projet d'OPA

- ▶ **Le scénario de loin le plus probable est le suivant : le consortium Claudius détiendra plus de 50% des actions du groupe Cegid.**
- ▶ Il pourra donc a priori
 - ▶ présider le conseil d'administration,
 - ▶ nommé de nouveaux administrateurs,
 - ▶ définir une stratégie opérationnelle (plan d'affaires, plan de financement prévisionnel, programme de croissances externes) à mettre en œuvre par un comité de Direction qui de ce fait pourrait évoluer dans sa composition.
- ▶ En effet, le lancement de l'OPA se fera après cession des 2 blocs d'actions Groupama et ICMI représentant 37,6% des actions du groupe. Deux autres actionnaires, Patrick Bertrand et Eximium se sont engagés à apporter leurs actions, soit 5,9% du capital.
- ▶ Cela ferait donc a minima $37,6\% + 5,9\% = 43,5\%$ des actions acquises par Claudius avant même le lancement de l'OPA. **La probabilité pour que Claudius détienne plus de 50% des actions est très forte.**
- ▶ Ensuite une fois l'OPA lancée, deux possibilités
 - ▶ **Plus de 95% des actions sont acquises par le consortium** : une procédure de squeeze out est obligatoire et les détenteurs d'actions Cegid se doivent de céder leurs actions au consortium, qui a l'intention de sortir Cegid de la cote. Ce sera la sortie de bourse pour Cegid.
 - ▶ **Moins de 95% des actions sont acquises par le consortium** : plusieurs possibilités alors :
 - ▶ Relancement de l'OPA à un montant plus élevé ?
 - ▶ Contre OPA à un montant plus élevé ?

Une contre OPA ne peut être exclue

- ▶ Ce scénario de contre OPA est une possibilité.
- ▶ A ce jour, alors que Cegid est cotée en bourse, que ses actions sont détenues par le public à hauteur de 55%, aucune OPA n'a jamais été lancée sur le groupe.
- ▶ La situation actuelle est très différente : l'annonce du projet d'OPA est publique. Et, lors de l'OPA, le groupe Cegid est considéré comme « à vendre », via une OPA portée par le consortium Claudius.

▶ Exemple de scénario d'une contre OPA

- ▶ Un scénario parmi tant d'autres : d'un point de vue économique, un industriel du secteur ou un autre fonds d'investissement ayant par exemple dans ses participations des éditeurs de logiciels du secteur, peut avoir la tentation de monter lui aussi un build-up européen avec Cegid, pensant par exemple que leur stratégie de build-up valorisera plus vite et mieux Cegid.
- ▶ Ils font alors une contre OPA qui consiste à proposer un prix de rachat des actions supérieur au prix proposé par Claudius, soit 62,5 €.



2. Les aspects stratégiques, financiers et sociaux du projet d'OPA

Présentation des fonds d'investissement Silver Lake et Altaone

- ▶ Nous reprenons en annexe les principales slides de présentation de ces 2 fonds d'investissements présentées en CCE le 12 mai dernier.
- ▶ Au-delà de cette présentation formelle, Secafi ayant une grande expérience avec des fonds d'investissement, se permet les commentaires suivants :
 - ▶ **Les dirigeants de ces fonds sont des hommes d'expérience, ayant réussi de nombreuses opérations de valorisation...**
 - ▶ Silver Lake est en position de leader dans le consortium
 - ▶ Nous relevons une vraie culture :
 - ▶ du travail avec des fondateurs (Skype, Business Object, Talend,...)
 - ▶ du développement d'entreprises
 - ▶ de l'amélioration de l'EBITDA
 - ▶ Une méthode éprouvée consistant à challenger les équipes dirigeantes en place pour les faire « accoucher » des bonnes solutions stratégiques et opérationnelles.

La stratégie du consortium Claudius pour Cegid : intérêt de la cible Cegid ?

▶ 2 points forts de Cegid ressortent pour les 2 fonds d'investissements :

- ▶ 25% du CA en Saas : aucun équivalent en Europe chez les éditeurs de progiciels de gestion
- ▶ Capacité à se remettre en cause et à prendre les virages depuis 30 ans – aucun virage raté – c'est une qualité centrale dans le secteur du high tech

▶ Du coup, la stratégie pour Cegid se décline en 5 axes selon Silver Lake

- ▶ Continuer et accélérer sa migration vers le Saas
- ▶ Développer certains de ses produits à l'international (nous détenons des sociétés complémentaires telles que Global Blue et Go Daddy)
- ▶ Recruter les meilleurs talents
- ▶ Rattraper les meilleurs concurrents sur les indicateurs clés de performances financières et opérationnelles
- ▶ Réaliser (et éventuellement financer) des opérations de croissance externes, notamment à l'international.

▶ Commentaires de SECAFI sur ces 5 orientations stratégiques

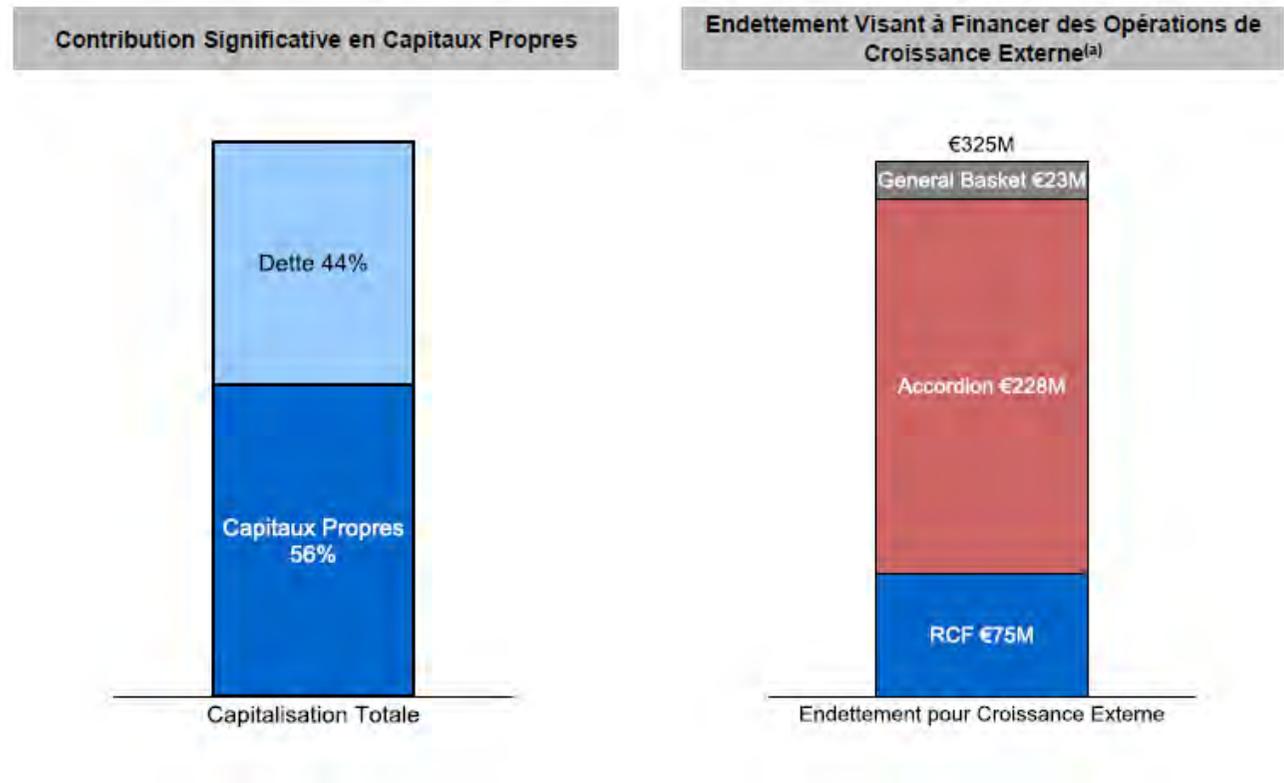
- ▶ Poursuite de la stratégie actuelle – notons que votre Direction juge trop lente la transformation vers le SaaS
- ▶ Les synergies sont porteuses d'espoirs. Dans les faits, les synergies sont complexes à mettre en œuvre...
- ▶ Recruter les meilleurs talents est une nouveauté qui peut aider Cegid.
- ▶ Travailler l'EBITDA sera une priorité. Pour cela, le ratio MS/CA et le taux de profitabilité sont annoncés par les fonds comme en dessous de la performance attendue
- ▶ La stratégie semble être de poursuivre le programme de croissances externes actuel et de privilégier l'international. Retail et RH en particulier? Pas de « grosse » croissance externe? La croissance organique sera aussi un objectif central.

Le financement de l'acquisition de Cegid

▶ (*) 680 M€ d'enveloppe au total prévu pour le rachat de Cegid, se décomposant comme suit

- ▶ dont 580 M€ de prix d'acquisition
- ▶ 100 M€ pour la reprise de la dette Cegid évaluée par l'entreprise à 56,3 au 31 mars 2016, le paiement de la prime à l'OPA et la reprise du cash de Cegid

(*) ces points doivent encore être précisés / validés plus avant, notamment lors de notre rencontre des fonds le 15 juin prochain ainsi qu'en analysant le business plan du projet.



▶ Sur ces 680 M€, ce sont 390 M€ qui sont apportés en capital (en cash) et 290 M€ sous forme d'endettement, à partir principalement du pool bancaire actuel de Cegid.

▶ **Ce montage financier, s'il doit être analysé bien plus avant, apparaît comme sain a priori.**

▶ En particulier, la stratégie semble être a priori à la valorisation par l'EBITDA, non à la ponction de cash avec mise sous tension totale de Cegid (montage LBO si décrié par les syndicats notamment)
→ **ceci doit être éclairci lors de notre rencontre avec les fonds le 15 juin prochain**

Les points faibles de Cegid et le niveau d'exigence du Consortium

- ▶ **Les points faibles sont globalement connus et reconnus par le CCE et correspondent globalement aux objectifs de la Direction.**
- ▶ Cegid est aujourd'hui une belle entreprise. Sa valorisation par les 2 fonds d'investissement à 580 M€ en est la conséquence. Depuis 5 ans, la trajectoire de Cegid est remarquable.
- ▶ Ces faiblesses sont devenues récurrentes au fil des années et si l'aide des fonds sera précieuse, le niveau de changement qui va être exigé risque de perturber le corps social. Cegid est une entreprise particulière, très spécialisée, où les compétences et les « hommes » ne sont pas facilement interchangeables. **L'équilibre social de Cegid est réglé finement (tuning) et est stratégique.**
- ▶ **Nous ne pouvons que suggérer de poursuivre l'approche concertée du changement à partir du dialogue social que met en œuvre le groupe Cegid depuis maintenant 12 ans.**

Le secteur de Cegid au niveau européen : première approche

► Voici un tableau pour entamer la discussion sur ce que signifie concrètement pour Cegid, selon les termes de Silver Lake : « Rattraper les meilleurs concurrents sur les indicateurs clés de performances financières et opérationnelles » :

- un premier groupe est constitué des acteurs européens comparables a priori à Cegid
- un deuxième groupe, constitué d'éditeurs lyonnais et de concurrents français
- un troisième groupe, composé des meilleurs mondiaux

entreprise	nationalité	CA	CA édition	EBE (ebitda)	EBE/CA	ROC	profitabilité	résultat net	Résultat net/CA	effectif	FY
CEGID	France	282,0		44,0	16%	39,1	14%	23,2	8,23%	2 200	2015
sage	UK	1 906,7		569,3	30%	488,4	26%	365,3	19,16%	13 271	2015
unit4agrosso	pays-bas	516,0		97,0	19%	24,0	5%	17,5	3,39%	4 156	2014
exact holding	pays-bas	188,1		37,0	20%	29,9	16%	37,4	19,88%	1 470	2014
IFS	suède	362,4		61,3	17%	32,7	9%	22,9	6,31%	2 838	2015
visma software	norvège	967,2	465,0	202,3	21%	230,3	24%	72,3	7,47%	7 420	2015
zuchetti	Italie	386,0	320,0	na	na	na	na	na	na	3 150	
sopra steria	france	1 447,0	445,0	389,2	27%	-75,2	-5%	-118,7	-8,20%	13 266	2014
esker	lyon	58,5		na	na	9,0	15%	6,5	11,07%	375	2015
visiativ	lyon	4,0		-1,1	-27%	-3,1	-77%	-2,9	-71,51%	28	
sword group	lyon	117,0	34,2	18,9	16%	16,7	14%	13,3	11,38%	1 201	2014
isagri	France	68,8		8,3	12%	6,7	10%	4,9	7,07%	677	2015
berger levrault	France	96,0		11,4	12%	9,5	10%	6,0	6,25%	869	2014
talentia	France	54,3		10,3	19%	4,1	8%	na	na	289	2015
microsoft	USA	84 045,7		35 394,8	42%	15 223,1	18%	11 755,4	13,99%	118 000	2015
oracle	USA	35 179,2		13 390,9	38%	11 627,9	33%	8 934,5	25,40%	135 070	2014/15
google	USA	67 348,8		26 607,6	40%	17 648,9	26%	14 213,6	21,10%	61 914	2015
sap	Allemagne	20 797,0		7 635,0	37%	4 335,0	21%	3 069,0	14,76%	76 989	2015
salesforce.com	USA	4 849,8		468,8	10%	-191,4	-4%	-235,3	-4,85%	19 000	2015

Formations

Conditions
de travail

Enjeux
sociaux

Emplois

Perspectives
économiques

Conclusion

- ▶ Le projet de reprise émane principalement du fonds Silver Lake, fonds ayant une véritable réputation dans le high tech et affichant des réussites réelles (Skype, Global Blue, Business Object, Talend...). Reste à préciser la répartition du capital entre Silver Lake et AltaOne dans le consortium Claudius.
- ▶ **Ce n'est donc pas un projet de fonds activiste / prédateur.**
- ▶ **Les forces et les faiblesses de Cegid ont bien été identifiées** par les deux fonds. La stratégie est avant tout de travailler l'EBITDA et de développer l'entreprise pour la valoriser, ce qui constitue le travail naturel de fonds d'investissements.
- ▶ **S'agissant des faiblesses de Cegid, la question est de savoir comment les deux fonds vont s'y prendre pour les transformer ?** C'est un enjeu stratégique et social majeur pour le CCE.
- ▶ La culture de Silver Lake est de challenger le management pour créer de la valeur et de s'appuyer sur les fondateurs. Le départ programmé de JMA et PB sera-t-il reculé ? **Le CCE sera très sensible aux choix de gouvernance de l'entreprise.**
- ▶ A ce jour Cegid est capable de mener seule un programme d'acquisitions de l'ordre de 80-100 M€ pour amener le groupe vers 400 M€ de chiffre d'affaires. L'objectif va-t-il au-delà ? **La croissance organique, grande faiblesse récurrente de Cegid, sera-t-elle une priorité ?**

- ▶ L'équilibre social actuel a contribué aux bons résultats de Cegid. Demain, avec une stratégie de valorisation exigeante, comment les deux fonds comptent favoriser la valorisation ? **Le plus simple et efficace est qu'une partie de la valorisation revienne aux salariés.** Récompenser les salariés dans une industrie de compétences constitue un levier de performance. **Les intérêts sont ici communs entre actionnaires et salariés. Quel est la position des deux fonds sur ce point ?**
- ▶ **La relation de confiance et de transparence qui existe avec le Président-fondateur actuel, a besoin d'être construite avec les fonds Silver Lake et Altaone, dans le respect des prérogatives de chacun.** Comme l'a dit Christian Lucas le 12 mai dernier à propos de sa relation au management des entreprises qu'il détient : « c'est dans les échanges que va émerger la vérité ». Pour le CCE, cela s'applique à l'évidence au dialogue social.
- ▶ **La stratégie et ses moyens ainsi que les impacts sociaux éventuels doivent donc être précisés afin que le CCE puisse rendre un avis circonstancié dans les délais prévus.**
- ▶ Le plan d'affaires complet (comptes de résultat prévisionnels, plan de financement prévisionnel, montage financier précis retenu, SWOT Cegid...) a été demandé, ainsi qu'une séance de travail avec les deux fonds. **Une réunion est prévue à Paris le 15 juin prochain.**
- ▶ Cela constituera la 2^{ème} étape de notre travail, après la 1^{ère} étape constituée par le présent rapport et la rencontre des fonds le 12 mai dernier. Une 3^{ème} étape sera d'analyser plus finement les réalisations de Silver Lake dans le High tech.





Annexes

- *Présentation des fonds d'investissements (extrait de la présentation du 12 mai en CCE)*
- *Questions à l'acquéreur lors du CCE du 12 mai 2016*
- *Mini lexique OPA*
- *Actionnaires, conseil d'administration, dirigeants, dans une société anonyme (SA) à Conseil d'Administration (CA)*

Présentation des 2 fonds d'investissement

Présentation de l'intervenant de Silver Lake



Christian Lucas
Silver Lake

- 46 ans, marié, quatre enfants. Basé à Londres
- Co-dirigeant des opérations de Silver Lake en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique depuis 2010
- Président de Global Blue
- Avant de rejoindre Silver Lake, Christian Lucas a travaillé chez Morgan Stanley où il a notamment occupé le poste de Directeur Général du secteur Technologie EMEA
- Christian Lucas a commencé sa carrière au sein du cabinet de conseil en stratégie McKinsey & Co
- Il est titulaire d'un MBA d'Harvard Business School et est également diplômé de l'ESSEC et licencié en Droit à l'université Sorbonne – Assas Paris II
- Nommé Conseiller du Commerce Extérieur pour la France depuis 2012

Présentation des 2 fonds d'investissement

Présentation de Silver Lake

Silver Lake est le leader mondial de l'investissement en technologie avec un portefeuille de 24 milliards de dollars d'actifs sous gestion

53 sociétés composent le portefeuille actuel	>100Mds \$ de revenus annuels générés par les sociétés du portefeuille	~55% des revenus sont générés en-dehors des Etats-Unis	>245.000 personnes employées dans le monde par les sociétés du portefeuille	>100 collaborateurs spécialisés dans les investissements en technologie et la création de valeur
--	---	--	--	---



Aperçu des sociétés du portefeuille de Silver Lake localisées en Amérique du Nord et du Sud

(a) Transaction en cours

Aperçu des sociétés du portefeuille de Silver Lake localisées en Europe et au Moyen-Orient

Aperçu des sociétés du portefeuille de Silver Lake localisées en Asie

Mai 2016

Présentation des 2 fonds d'investissement

Aperçu d'AltaOne – Notre Co-Investisseur

AltaOne

AltaOne dispose d'une expérience significative en tant que dirigeant et actionnaire de référence au sein de sociétés cotées ou non

- AltaOne Capital est une société d'investissement régie par la *Financial Conduct Authority (FCA)*, basée à Londres et fondée par Behdad Alizadeh and Shahriar Tadjbakhsh

Behdad Alizadeh – Ancien Président de Pardus Europe ; ancien Responsable des activités de banque d'affaire chez BNY ; Directeur général de Patricof & Co. Capital Corp. (prédécesseur d'Apax)

Shahriar Tadjbakhsh – Ancien Directeur d'Exor (Agnelli holding co.) ; associé chez Goldman Sachs en Europe et au Japon ; avocat chez Clearly Gottlieb aux Etats-Unis et en France

- Les fondateurs disposent d'une vaste expérience en matière d'investissement en tant qu'actionnaires de référence au sein de sociétés, cotées ou non, dans plusieurs secteurs d'activité et notamment dans celui des technologies, médias et télécommunications. Ils ont exercé des fonctions dans les organes de gouvernance de plusieurs sociétés, notamment :

Atos

CUSHMAN & WAKEFIELD

iliad

Valeo

- La stratégie d'investissement d'AltaOne repose sur l'acquisition de participations importantes dans un nombre restreint de sociétés européennes, leaders sur leur marché, avec l'objectif de leur permettre d'accroître la valeur de leur activité en exerçant son rôle d'actionnaire professionnel et actif ; dans certains cas, AltaOne procède également, en collaboration avec d'autres investisseurs, à des opérations visant à sortir de la cote des sociétés pour lesquelles elle estime que la croissance et la création de valeur seraient plus facilement réalisables en-dehors des marchés financiers
- Les opérations d'investissement sont identifiées et structurées une par une, sur la base d'une analyse exhaustive et les appels de capitaux se font au cas par cas auprès d'un petit groupe d'investisseurs



Présentation des 2 fonds d'investissement

L'Expérience de Silver Lake dans le Secteur des Logiciels et en France

Nous disposons d'une solide compréhension du paysage français grâce à nos investissements précédents et à nos collaborateurs. Nous avons également développé une vraie expertise logiciel au travers d'autres investissements en Europe et dans le reste du monde

Personnes de Nationalité Française et/ou Parlant Couramment Français



Christian Lucas
Silver Lake
Directeur Général
Responsable EMEA



Joe Osness
Silver Lake
Directeur Général



Jonathan Galore
Silver Lake
Responsable de projet



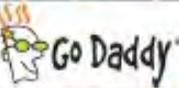
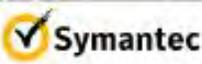
Jorge Mello
Silver Lake
Collaborateur



Guy Dubois
Conseiller

 Personne de nationalité française

Investissements

	Société	Description de l'opération	Description de l'activité de la société
Sociétés en France		Carveout / Financement d'acquisition	Logiciel d'intelligence économique
		Financement d'acquisition; Participation minoritaire	Logiciel Open Source d'intégration et de gestion de données
		Emprunt convertible	Electronique et équipement multimédia
Autres sociétés en Europe		Management Buyout	Détaxe commerçants
		Management Buyout	Logiciel d'intelligence militaire
		Carveout / Management Buyout	Services de communication voix et vidéo
Autres acteurs du secteur		Management Buyout	Hébergement et logiciel SaaS pour PME
		Management Buyout / Financement par la dette	Logiciel de gestion d'infrastructures IT
		Emprunt convertible	Logiciel de gestion des risques

Questions à l'acquéreur – CCE du 12 mai 2016

Thème 1 : le rachat de CEGID et l'OPA

- ▶ Depuis combien de temps connaissez-vous CEGID et l'avez-vous identifiée comme cible intéressante ?
- ▶ Qu'est-ce qui vous a donné le plus envie d'acquérir Cegid ? Le secteur prometteur de l'édition de logiciels ? Les bons résultats ? Les beaux clients ? La richesse des produits ? Les dirigeants entrepreneurs ? Les salariés et le management fidèles ? Le potentiel cloud ? Le potentiel international ? La grande expérience d'intégration des acquisitions ?
- ▶ Comment appréhendez-vous les spécificités françaises, notamment culturelles et réglementaires mais aussi celles liées au marché domestique à forte localisation (Experts-comptables, paie, fiscalité...) ?
- ▶ Avez-vous déjà identifié des points faibles de CEGID et comment les améliorer ?
- ▶ Quels risques identifiez-vous vis-à-vis des autorités de la concurrence ?
- ▶ Que ferez-vous si l'OPA ne se dénouait pas comme prévu ? contre OPA, non atteinte des 95% d'actions...

Thème 2 : la stratégie future et les moyens

- ▶ Nous comprenons que vous souhaitez mener un build-up à partir des qualités du groupe Cegid.
- ▶ A ce jour Cegid est capable de mener seule un programme d'acquisitions de l'ordre de 80-100 M€ pour amener le groupe vers 400 M€ de chiffre d'affaires. Votre objectif va-t-il au-delà ?
- ▶ Si oui, quel est l'objectif final et quels moyens financiers et humains mettez-vous en œuvre afin de l'atteindre ? Notamment apporterez-vous des fonds en cash ou sous forme d'emprunts ?
- ▶ Quelles sont les compétences (voir des synergies possibles) que le Consortium va pouvoir apporter à CEGID pour son développement et l'accélérer ?

Questions à l'acquéreur – CCE du 12 mai 2016

Thème 3 : le « Consortium » : habitudes et objectifs

- ▶ Donnez-nous quelques exemples concrets et signifiants d'acquisitions réussies, de l'achat jusqu'à la revente : prix d'achat, durée de détention, prix de revente, capitaux investis, restructurations réalisées, développement de l'entreprise et de l'emploi ...
- ▶ Un fonds d'investissements recherche une certaine rentabilité : Cegid vous paraît-elle au bon niveau ? Quel objectif de rentabilité opérationnelle visez-vous et quels sont les moyens que vous utilisez habituellement pour l'atteindre ?
- ▶ Si l'OPA se dénoue comme prévu, vous aurez investi environ 580 M€ pour l'acquisition du groupe Cegid. Cela représente 25 années de résultat net sur la base de l'exercice 2015.
- ▶ Quel est votre stratégie pour un retour sur investissement ? Dividendes (et quelles exigences ?) ou plutôt valorisation ?
- ▶ Combien de temps vous donnez-vous pour valoriser Cegid et quelle valorisation et taille aimeriez-vous atteindre via une stratégie de build-up ?

Thème 4 : le dialogue social Cegid innovant et efficace

- ▶ Bien que la France n'offre pas l'image d'un pays de dialogue social, Cegid possède des relations sociales entre partenaires sociaux efficaces, innovantes, fondées sur la transparence des informations, le respect et la confiance.
- ▶ Un dialogue social de haut niveau dans une approche concertée. Dialogue qui a accompagné l'évolution de Cegid depuis 12 ans avec de nombreux résultats : statut social solide des salariés, adhésion aux acquisitions, restructurations et externalisations négociées, transformation numérique de Cegid accompagnée...
- ▶ Nous souhaitons continuer dans cette voie et ce, quels que soient les actionnaires et les dirigeants.
- ▶ Quelle est votre réflexion sur ces éléments et la nécessité d'un bon dialogue social pour assurer le développement économique ?

Mini glossaire des termes liés à une OPA

- ▶ Une offre publique peut être **volontaire** ou **obligatoire**.
 - ▶ Sur le marché réglementé, une offre **obligatoire** doit être déposée par toute personne qui :
 - franchit le seuil de détention de 30 % du capital ou des droits de vote,
 - détient déjà entre 30 % et la moitié du capital, et augmente sa participation de plus de 1 % en moins d'un an.
 - ▶ Dans ce cas, **le prix proposé par l'initiateur** doit être au moins égal au **prix le plus élevé** payé par lui au cours des douze derniers mois. L'AMF peut demander ou autoriser une modification du prix dans certains cas.

- ▶ Une offre publique peut être :
 - « **amicale** » lorsque l'offre est effectuée en accord avec le conseil d'administration ou le conseil de surveillance de la société cible,
 - « **hostile** » dans les cas contraires

- ▶ Une OPA relève d'une procédure normale lorsque l'initiateur détient moins de 50 % du capital ou des droits de vote de la société visée.
 - ▶ le calendrier de l'offre en procédure normale : l'offre est ouverte pendant 25 jours de bourse. Elle peut faire l'objet d'une réouverture, d'une surenchère, ou d'une contre-offre déposée par un tiers.



- ▶ Les actionnaires investissent leur argent dans un projet commercial, avec pour but d'obtenir un retour sur investissement, sous forme de bénéfices.
- ▶ Ils sont liés entre eux par des règles, détaillées dans les statuts de la société et le cas échéant dans des pactes d'actionnaires qui sont confidentiels.
- ▶ Les actionnaires par leur droit de vote décident de la stratégie de l'entreprise.
 - ▶ Ils désignent les administrateurs (3 à 18) dans une SA classique.
- ▶ L'AG peut être convoquée par les actionnaires qui détiennent la majorité du capital ou des droits de vote mais seulement après une OPA ou après une cession de bloc de contrôle (artL225-103 II) : permet d'évincer rapidement de leurs postes les anciens dirigeants sociaux s'ils refusent de démissionner
 - ▶ Mise en demeure préalable du conseil d'administration
 - ▶ Cette assemblée peut également porter sur des modifications statutaires
- ▶ Le rôle de l'actionnaire et du dirigeant est en principe distinct. Alors que le premier assure le financement de l'entreprise, le second a pour mission de procéder à la bonne gestion de cette dernière.
 - ▶ Lorsque le dirigeant est un associé majoritaire, le financement, la gestion et la prise de décision sont réunies.



Pour le calcul de la majorité , il faut tenir compte des droits de vote double mais aussi des suppressions ou limitations de droit de vote éventuelles

Types d'assemblées	Majorités
<p>Assemblée générale ordinaire (art L225-98 al 3) : obligatoire au moins 1 fois/an pour approuver les comptes de l'exercice écoulé</p> <ul style="list-style-type: none"> Compétente pour nommer/révoquer/remplacer les organes d'administration, désigner les CAC, fixer le montant des jetons de présence, décider du paiement des dividendes en actions, de l'approbation des conventions réglementées, de l'émission d'obligations, autoriser les dirigeants à conclure certaines opérations si les statuts réduisent leurs pouvoirs 	Majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés
<p>Assemblée générale extraordinaire (art L225-96 al 3) : seule habilitée à modifier les statuts</p> <ul style="list-style-type: none"> Compétente pour modifier l'objet social, le capital social, les statuts concernant l'administration ou direction de la société, décider de la vente du fonds de commerce, de la dissolution anticipée de la société, modifier les modalités de répartition des bénéfices <p>Minorité de blocage en AGE : 1/3 des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés +1 voix</p>	Majorité des 2/3 des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés
<p>Augmentation des engagements des actionnaires</p> <p>Changement de nationalité de la société</p>	Unanimité
<p>Assemblée générale spéciale (art L225-99 al 4) : modification des droits particuliers dont bénéficient une catégorie d'actions par rapport aux autres</p> <ul style="list-style-type: none"> Exemple : Suppression du droit de vote double dans les SA cotées 	Majorité des 2/3 des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés

Droits des actionnaires minoritaires

Droits des actionnaires minoritaires	% d'actions détenu par un actionnaire
<ul style="list-style-type: none">• Droit de poser des questions écrites	Sans minima
<ul style="list-style-type: none">• Possibilité de déposer des projets de résolution ou des points non liés à un projet de résolution• Expertise de gestion : questions écrites au Président du CA sur une ou plusieurs <u>opérations de gestion</u> – A défaut de réponse dans le délai d'un mois ou éléments insuffisants, possibilité de demander en référé une expertise de gestion• Possibilité de convoquer une assemblée à défaut de convocation par le CA	5% ou association d'actionnaires dans les sociétés cotées

Dirigeant de droit dans une SA

- ▶ Les dirigeants de droit sont les organes légaux de la personne morale, régulièrement désignés, et dont la mission est de gérer celle-ci sans lui être soumis par un lien de préposé à commettant
- ▶ Dans une société anonyme, il s'agit des personnes suivantes :
 - ▶ le président,
 - ▶ le directeur général,
 - ▶ les membres du conseil d'administration
 - ▶ les membres du directoire.
- ▶ En revanche, les membres du conseil de surveillance dans la SA dualiste ne sont pas en principe considérés comme des dirigeants sociaux
- ▶ À l'inverse le dirigeant de fait n'est aucunement investi d'un mandat social, il n'est pas le représentant légal, mais il va exercer un réel pouvoir de gestion dans la société.
 - ▶ Il est souvent perçu au regard de tous, notamment dans les relations avec l'extérieur, comme le représentant de la société.
 - ▶ Il n'existe pas de définition légale du dirigeant de fait, mais la jurisprudence y s'est intéressée.



Les organes de direction de la SA

- ▶ Le Président du conseil d'administration n'assume pas en principe la direction générale
- ▶ Directeur général : organe pleinement autonome, il peut être choisi parmi les membres du conseil d'administration ou non, il n'est pas nécessairement actionnaire
 - ▶ Les statuts peuvent prévoir une limite d'âge
 - ▶ Sauf disposition expresse, la limite est de 65 ans
 - ▶ Il peut être révoqué à tout moment pour justes motifs
 - ▶ Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société, sous réserve que l'acte qu'il accomplit remplisse les conditions suivantes :
 - ▶ Entrer dans l'objet social
 - ▶ Ne pas être expressément réservé aux assemblées d'actionnaires ou au conseil d'administration
 - Exemple : La signature d'un contrat peut être subordonnée à l'accord du conseil d'administration
- ▶ Directeur général délégué : exerce une mission d'assistance auprès du DG, auquel il est subordonné mais à l'égard des tiers, il dispose des mêmes pouvoirs que le DG
 - ▶ Les statuts peuvent fixer le nombre de directeurs généraux délégués qui ne peut dépasser 5.
 - ▶ Ses pouvoirs sont fixés par le CA en accord avec le DG, il n'est pas possible de définir ses pouvoirs dans les statuts
- ▶ Comités d'études peuvent être créés par le CA mais n'ont pas le pouvoir de gestion, rôle consultatif
- ▶ Comités d'audit : rôle actif dans le suivi de la politique comptable et financière, sous la responsabilité exclusive et collective des membres du CA

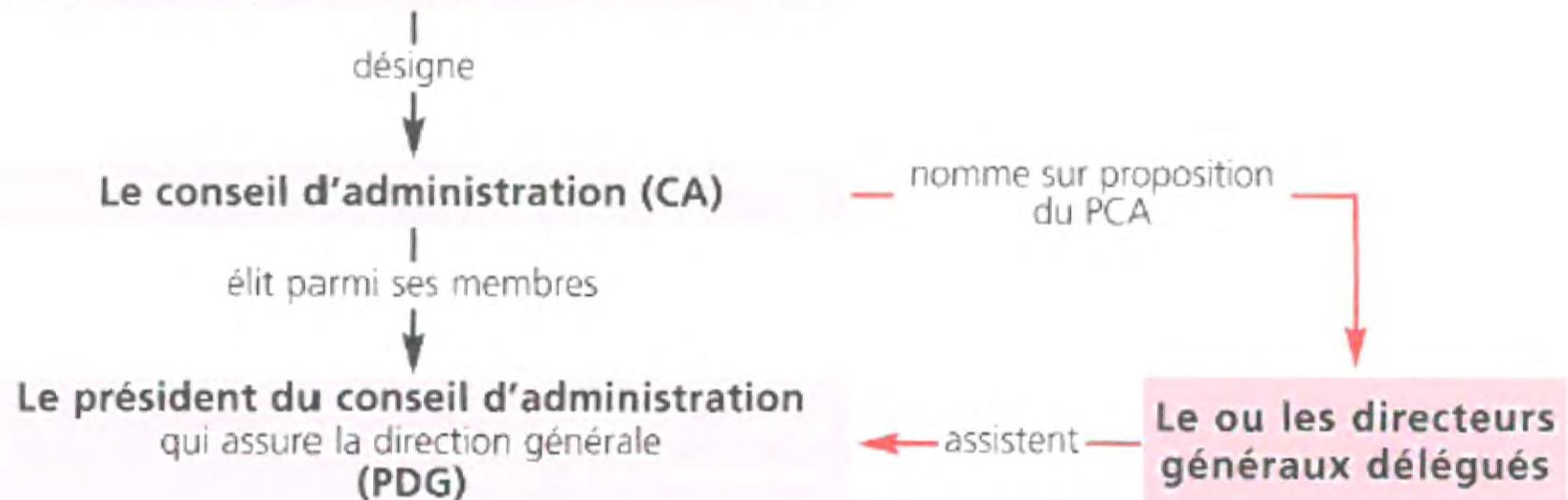


Trois schémas de gouvernance dans une SA

Le cumul des fonctions

La présidence du conseil d'administration et la direction générale sont confiées à *une seule personne physique* : le président-directeur général (PDG). L'organigramme est le suivant :

L'assemblée générale des actionnaires (AG)

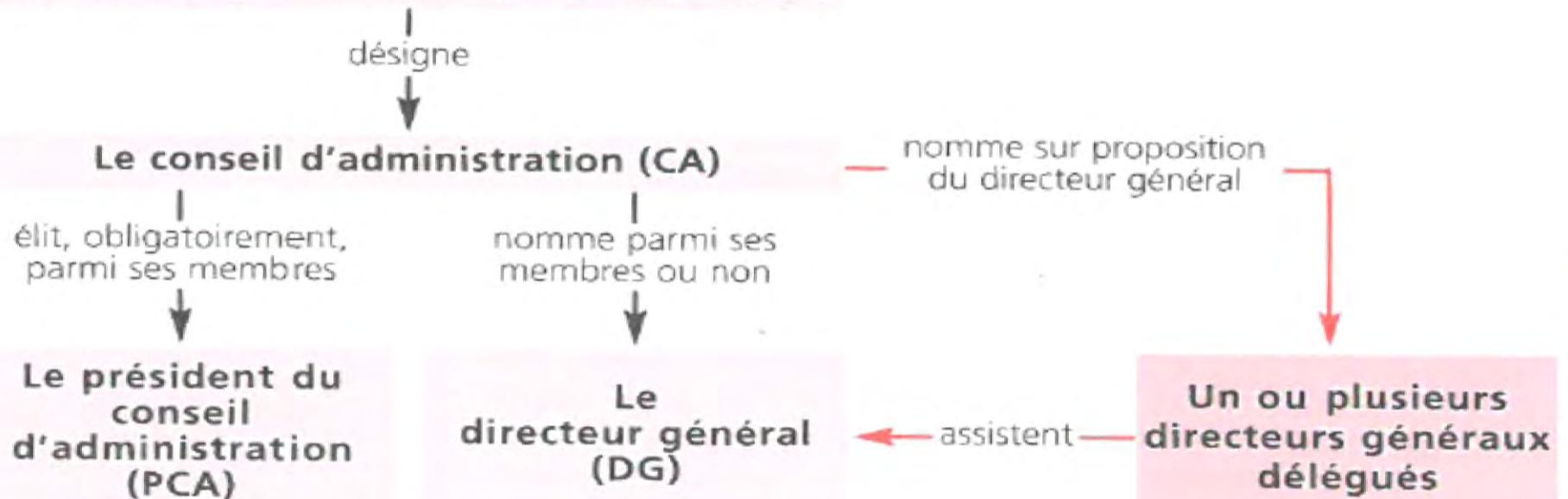


Trois schémas de gouvernance dans une SA

La séparation des fonctions

La présidence du conseil d'administration et la direction générale sont confiées à *deux personnes physiques* : le président du conseil d'administration et le directeur général. L'organigramme est le suivant :

L'assemblée générale des actionnaires (AG)



Trois schémas de gouvernance dans une SA

