

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ROTHSCHILD & CO INITIÉE PAR

ROTHSCHILD & CO CONCORDIA



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 4 juillet 2023, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est retranscrit en Section 3 (*Rapport de l'expert indépendant*) du Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de Rothschild & Co (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de Rothschild & Co, 23 bis avenue de Messine, 75008 Paris, France.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Rothschild & Co seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

AVIS IMPORTANT

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après), le nombre d'actions Rothschild & Co non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'initiateur, seul ou de concert) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Rothschild & Co, Rothschild & Co Concordia a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Rothschild & Co non présentées à l'Offre (autres que les actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'initiateur, seul ou de concert), moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre (Dividende 2022 et Distribution Exceptionnelle (tels que ces termes sont définis ci-après) détachés), soit 38,60 euros par Action, nette de tous frais.

L'Offre n'est pas et ne sera pas proposée dans une juridiction où elle ne serait pas autorisée par la loi applicable. L'acceptation de l'Offre par des personnes résidant dans des pays autres que la France et les États-Unis d'Amérique peut être soumise à des obligations ou restrictions spécifiques imposées par des dispositions légales ou réglementaires. Les destinataires de l'Offre sont seuls responsables du respect de ces lois et il leur appartient par conséquent, avant d'accepter l'Offre, de déterminer si ces lois existent et sont applicables, en s'appuyant sur leurs propres conseils.

Pour plus d'informations, voir la Section 2.5 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) ci-dessous.

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	5
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	8
2.1.	Contexte et motifs de l'Offre	8
2.1.1.	Présentation de l'Initiateur	11
2.1.2.	Acquisitions d'Actions avant ouverture de l'Offre	11
2.1.3.	Déclarations de franchissements de seuils et d'intentions de l'Initiateur et du Concert	11
2.1.4.	Autorisations réglementaires	12
2.2.	Termes et caractéristiques de l'Offre	12
2.2.1.	Principaux termes de l'Offre	12
2.2.2.	Modalités de l'Offre.....	13
2.2.3.	Ajustement des termes de l'Offre.....	14
2.2.4.	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	14
2.2.5.	Situation des titulaires d'instruments d'intéressement au capital de la Société	15
2.2.6.	Situation des titulaires d'Actions détenues via le FCPE Rothschild & Co.....	19
2.2.7.	Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	19
2.3.	Procédure d'apport à l'Offre.....	19
2.4.	Calendrier indicatif de l'Offre	21
2.5.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	22
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ	24
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ.....	33
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ ET DE SES FILIALES RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES ET D'AUTO-CONTRÔLE	34
6.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	35
6.1.	Accord d'Investissement	35
6.2.	Pacte d'Actionnaires	37
6.3.	Engagements d'apport des Actions à l'Offre	39
6.4.	Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil.....	39
6.5.	Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners	40
6.6.	Autres accords dont la Société a connaissance.....	42
7.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	42

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

7.1.	Structure et répartition du capital de la Société	42
7.2.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	43
7.2.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions	43
7.2.2.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société	43
7.3.	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	43
7.4.	Liste des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	44
7.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	45
7.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote	45
7.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	45
7.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance	45
7.7.2.	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	46
7.8.	Pouvoirs du Gérant et Conseil de Surveillance, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	47
7.9.	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	50
7.10.	Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant, les membres du Conseil de Surveillance ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	51
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	51
9.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	52
10.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE ..	52

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Rothschild & Co Concordia, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 23 bis, avenue de Messine, 75008 Paris, et immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 499 208 932 (« **Concordia** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Rothschild & Co, société en commandite par actions, dont le siège social est situé 23 bis, avenue de Messine, 75008 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 302 519 228 (« **Rothschild & Co** » ou la « **Société** », et ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société en circulation ou à émettre (les « **Actions** ») autres que les Actions détenues à la date du projet de note d'information préparé par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF le 8 juin 2023 (le « **Projet de Note d'Information** »), directement ou indirectement, par les membres du Concert (sous réserve des exceptions ci-dessous) dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de 46,60 euros par Action avant détachement de la Distribution Exceptionnelle et tenant compte du détachement du Dividende 2022, et de 38,60 euros par Action après détachement de la Distribution Exceptionnelle. La date d'arrêté (*record date*) et la date de détachement de la Distribution Exceptionnelle seront déterminées par le gérant statutaire de la Société conformément à la résolution n°3 adoptée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société le 25 mai 2023, et interviendront après la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF et au plus tard avant l'ouverture de l'Offre. Il est précisé, en tant que de besoin, que cette Distribution Exceptionnelle sera payée à tous les actionnaires de la Société qui sont détenteurs d'Actions à la date d'arrêté (*record date*), indépendamment de leur décision d'apporter ou non leurs Actions à l'Offre.

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le Code ISIN FR0000031684 (mnémonique : ROTH).

L'Initiateur indique agir de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec (x) Rothschild & Co Gestion¹, associé commandité et gérant statutaire de la Société ; (y) certains actionnaires historiques de la Société : Holding Financier Jean Goujon², deux entités liées à la famille Maurel (BD Maurel³, Société Civile Paloma⁴) et Monsieur Marc Maurel⁵ (ci-après ensemble la « **Famille Maurel** »),

¹ Une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 3 rue de Messine, 75008 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 537 770 943.

² Une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 3 rue de Messine, 75008 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 342 889 326, holding patrimoniale d'Edouard de Rothschild.

³ Une société civile dont le siège social est situé 10 rue de la riante, 13008 Marseille, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Marseille sous le numéro 537 978 934.

⁴ Une société civile dont le siège social est situé 9 boulevard de Belgique, 78110 Le Vésinet, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 817 487 523.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Monsieur François Henrot et une entité liée à ce dernier (FH GFA⁶)⁷, Groupe Industriel Marcel Dassault⁸, Giuliani Investimenti S.A.⁹, Monsieur Hubertus von Baumbach, et DKTRANS S.à r.l.¹⁰ ; et (z) des co-investisseurs : Rothschild & Co Partners¹¹, société nouvellement créée aux fins de regrouper les « partners » du Groupe ainsi qu'un nombre limité de personnes avec des fonctions importantes dans le Groupe (ensemble, les « **Partners** ») et ayant vocation à détenir une participation significative et de long terme dans la Société, Norbert Dentressangle Investissements¹², Peugeot Invest Assets¹³, Mousshield, L.P.¹⁴ et différentes entités liées à la famille Rothschild anglaise (dont Hannah Rothschild) (Fondation Berma¹⁵, The Rothschild Foundation¹⁶, Rothschild Foundation (Hanadiv) Europe¹⁷, Five Arrows Investments Limited¹⁸, Trust Corporation of the Channel Islands Limited Private and Corporate Trustees

⁵ Étant précisé que Monsieur Marc Maurel agit de concert sans être signataire de l'Accord d'Investissement et du Pacte d'Actionnaires (tel que décrits ci-après).

⁶ Une entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée dont le siège social est situé 60 rue des saints-pères, 75007 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 753 129 634.

⁷ En l'occurrence, Holding Financier Jean Goujon, les deux entités liées à la Famille Maurel et Monsieur François Henrot (et sa holding) agissaient déjà préalablement de concert avec l'Initiateur dans le cadre du Concert Familial Élargi (tel que défini ci-après).

⁸ Une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 9 Rdpt des Champs-Élysées Marcel-Dassault, 75008 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 400 628 079.

⁹ Une société anonyme dont le siège social est situé 18, Avenue de la Porte Neuve, L-2227 Luxembourg, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B275597, et liée à Monsieur Giammaria Giuliani.

¹⁰ Une société à responsabilité limitée dont le siège social est situé 77 Boulevard Grande-Duchesse Charlotte, L-1331 Luxembourg, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B48358.

¹¹ Une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 3, rue de Messine, 75008 Paris et immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 922 528 112.

¹² Une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 30 BIS Rue Sainte-Hélène 69002 Lyon, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 420 469 454.

¹³ Une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 66 Avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 535 360 564.

¹⁴ Un *limited partnership* dont le siège social est situé The Corporation Trust Company, Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, Wilmington, Delaware 19801, et contrôlé par Mousseco, LLC contrôlée par M. Arthur Heilbronn.

¹⁵ Une fondation dont le siège social est situé Rue St. Leger 6, c/o Grumbach Sarl, 1205 Genève, Suisse, enregistrée auprès des Registres du Commerce de Suisse sous le numéro CHE-100.294.405.

¹⁶ Une fondation dont le siège social est situé Windmill Hill, Silk Street, Waddesdon, Buckinghamshire, HP18 0JZ, Royaume-Uni, enregistrée auprès de la *Companies House* sous le numéro 07350078.

¹⁷ Une fondation dont le siège social est situé 15 St. James's Place, Londres, SW1A 1NP, Royaume-Uni, enregistrée auprès de la *Companies House* sous le numéro 03948898.

¹⁸ Une *private limited company* dont le siège social est situé Estate Yard Office, Queen Street, Waddesdon, Buckinghamshire, HP18 0JW, enregistrée auprès de la *Companies House* sous le numéro 02008260.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Limited and Directors One Limited as Trustees of the Emily and Amelia Trust – J Fund¹⁹), ci-après désignés ensemble avec l'Initiateur, le « **Concert** ».

Au 29 juin 2023, le Concert détenait 42.562.532 Actions et 79.646.252 droits de vote représentant respectivement 55,2 % du capital et 66,8 % des droits de vote théoriques de la Société²⁰.

Le Projet de Note d'Information indique que le projet d'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur seul ou avec le Concert :

- (i) qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 34.540.134 Actions, et
- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, avant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, à raison de l'exercice de 157.111 Options (tel que ce terme est défini à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse) attribuées par la Société au titre de la 1^{ère} tranche du Plan d'Options 2013 (tel que ce terme est défini à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse), soit un nombre maximum de 189.678 Actions²¹ ;

à l'exception des Actions suivantes :

- (i) les 1.454.623 Actions qui font l'objet d'un engagement de conservation en cours (engagement de conservation collectif et/ou individuel) en application des dispositions de l'article 787 B du Code général des impôts (« **CGI** ») (les « **Actions Dutreil** »), qui ont vocation à faire l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la Section 6.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) du Projet de Note en Réponse²² ; et
- (ii) les 6.002.746 Actions faisant l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre et pouvant avoir vocation à faire l'objet d'un engagement d'apport ou de cession à Rothschild & Co Partners²³, tel que décrit à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du

¹⁹ Dont les sièges sociaux sont situés Roseneath, The Grange, St Peter Port, GY1 2QJ, Guernesey.

²⁰ Sur la base d'un nombre total de 77.102.666 Actions et 119.225.492 droits de vote théoriques de la Société au 28 juin 2023. 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 attachés des droits de vote, en ce compris les Actions dépourvues de droit de vote.

²¹ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse.

²² Les Actions Dutreil objets du mécanisme de liquidité décrit à la Section 6.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) du Projet de Note en Réponse seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce à compter de la signature de ces engagements.

²³ Les Actions faisant l'objet d'engagements d'apport ou de cession à Rothschild & Co Partners, décrits à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse, seront assimilées aux Actions détenues par Rothschild & Co Partners en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, avec laquelle l'Initiateur agit de concert, à compter de la signature de ces engagements.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Projet de Note en Réponse, (étant précisé que parmi ces 6.002.746 Actions, 2.780.339 Actions²⁴ seront issues de l'exercice d'Options, de la livraison d'Actions au titre des « *restricted shares units* » acquises par les Partners dans le cadre des plans d'attribution d'Options de la Société (« **RSU** ») et des instruments financiers autres qu'en numéraire (« *Non-Cash Instruments* » - « **NCI** »)),

(ensemble les « **Actions Exclues** »),

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 27.272.443.

À l'exception des Options attribuées par la Société, des NCI et des RSU, il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pendant une période de trente-cinq (35) jours de négociation.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Initiateur a l'intention, si les conditions sont remplies, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire visant les Actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis et Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-de-France (les « **Banques Présentatrices** »), agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 8 juin 2023.

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

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Contexte et motifs de l'Offre

Le Groupe est issu de l'acquisition, en 2007, par Paris Orléans (l'ancienne dénomination sociale de la Société) auprès de la branche anglaise de la famille Rothschild (à l'époque représentée par Sir Evelyn de Rothschild) des 50 % restants du capital social de la société Concordia BV aux fins d'en détenir 100%.

Cette acquisition a alors permis de regrouper au sein d'une nouvelle société familiale spécialement créée à cet effet (Rothschild Concordia devenue Rothschild & Co Concordia) les branches françaises d'Éric et de

²⁴ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

David de Rothschild (la « **Branche Française de la famille Rothschild** ») et la branche anglaise de la famille Rothschild.

Le Groupe exerce trois métiers :

- l'activité de Conseil financier ;
- l'activité de Banque privée et de Gestion d'actifs ; et
- l'activité de Merchant Banking.

Le Groupe a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2022 un chiffre d'affaires consolidé de 2.965 millions d'euros.

Les 6 et 13 février 2023, l'Initiateur a annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions de la Société au prix de 48,00 euros (coupons attachés) par Action, c'est-à-dire auquel est attaché, d'une part, le paiement d'un dividende ordinaire annuel de 1,40 euros par Action devant être approuvé par l'assemblée générale des actionnaire en date du 25 mai 2023, dont la date de détachement a été fixée au 29 mai 2023 et la mise en paiement au 31 mai 2023 (le « **Dividende 2022** ») et, d'autre part, le paiement d'une distribution exceptionnelle de réserves de 8,00 euros par Action devant être approuvé par l'assemblée générale des actionnaires en date du 25 mai 2023.

Par communiqué de presse du 10 mai 2023, il a été annoncé que la distribution exceptionnelle de réserves de 8,00 euros par Action serait mise en œuvre après la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF et au plus tard avant la date d'ouverture de l'Offre, la date précise de détachement devant être déterminée par le gérant statutaire de la Société conformément à la résolution n°3 devant être adoptée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 25 mai 2023 (la « **Distribution Exceptionnelle** », ensemble avec le Dividende 2022 les « **Distributions** »).

Le 25 mai 2023, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a approuvé chacune des Distributions prévues au titre des résolutions n°2 et n°3. Le Dividende 2022 a été détaché le 29 mai 2023 et a été payé le 31 mai 2023.

Le Projet de Note d'Information indique que :

- L'Offre repose sur le constat que le développement de Rothschild & Co ne nécessite pas le maintien de sa cotation dans la mesure où aucun des métiers du Groupe ne requiert de faire appel aux marchés de capitaux. Le fonctionnement opérationnel de la Société en cas de sortie de cote serait simplifié au vu des dispositions auxquelles sont soumises les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, qui s'ajoutent aux contraintes réglementaires qui s'appliquent également au Groupe.
- L'Offre vise à consolider l'indépendance de la Société et à pérenniser sa stratégie de développement tout en renforçant sa manœuvrabilité. En effet, les performances de chacun des métiers du Groupe doivent être appréciées sur le long-terme et le statut de société privée apparaît dès lors plus pertinent que celui d'une société cotée.
- Cette opération vise également à renforcer l'alignement d'intérêts de la Société et des Partners et sera l'occasion pour les Partners de se regrouper au sein de la société Rothschild & Co Partners, nouvellement créée à cette fin et visant à détenir une participation significative et de long terme dans la Société.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Enfin, cette opération visant à créer un groupe entièrement privé s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe intrinsèquement lié à la famille Rothschild et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir seul une majorité du capital et des droits de vote de la Société tout en offrant aux actionnaires de la Société une liquidité leur permettant de céder leurs Actions à un prix attractif.

Dans ce cadre, le 13 février 2023, l'Initiateur a conclu un protocole d'investissement intitulé « *Consortium Agreement* » (l'« **Accord d'Investissement** »), tel qu'amendé le 9 mai 2023, avec les membres du Concert, qui prévoit les modalités selon lesquelles l'Initiateur et certains membres du Concert vont acquérir des Actions conformément aux Règles d'Allocation (tel que ce terme est défini ci-après).

Les membres du Concert ont également conclu le 8 juin 2023 un pacte d'actionnaires aux fins d'organiser leurs relations au sein de la Société en tant qu'actionnaires de la Société à l'issue de l'Offre, et du retrait obligatoire le cas échéant, et de prévoir un certain nombre de principes relatifs à la gouvernance de la Société et au transfert des Actions (ou autres titres de capital) émises par celle-ci (le « **Pacte d'Actionnaires** »). En application du Pacte d'Actionnaires, les membres du Concert agissent de concert vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce.

Le 8 juin 2023, concomitamment à la signature du Pacte d'Actionnaires, il a été mis fin au précédent pacte d'actionnaires en vigueur entre certains actionnaires²⁵ de la Société (le « **Concert Familial Élargi** »). Ces changements ont fait l'objet de déclarations de franchissement de seuils auprès de l'AMF, telles que présentées à la Section 2.1.3 (*Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions de l'Initiateur et du Concert*) du Projet de Note en Réponse.

Comme annoncé le 13 février 2023 par communiqué de presse de la Société, informé de ce projet et conformément à la réglementation en vigueur et aux recommandations de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société (le « **Conseil de Surveillance** ») a constitué en janvier 2023 un comité ad hoc composé de quatre membres indépendants. Sur recommandation dudit comité ad hoc, le Conseil de Surveillance a également nommé le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, conformément à la réglementation boursière, et sur la Distribution Exceptionnelle envisagée.

Lors de sa réunion du 13 février 2023, sur recommandation du comité ad hoc du 9 février 2023, le Conseil de Surveillance a accueilli favorablement, dans son principe, le projet d'Offre, tout en relevant que les travaux devaient se poursuivre et qu'un avis motivé ne serait émis qu'à l'issue du dépôt de l'Offre après revue de la recommandation du comité ad hoc et des travaux de l'expert indépendant.

²⁵ Pour la composition du Concert Familial Élargi, cf. avis AMF n°220C0997 du 17 mars 2020. Étant précisé que, le 10 mai 2023, Concordia a informé l'AMF que certains des membres du Concert Familial Élargi, détenant ensemble 1.505.501 Actions représentant 2.950.365 droits de vote, soit 1,95 % du capital et 2,52 % des droits de vote de la Société, n'étaient plus membres du Concert Familial Élargi consécutivement à leur sortie du pacte d'actionnaires alors en vigueur (cf. document AMF 223C0696).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

2.1.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée constituée en 2007 aux fins de créer une holding de la famille Rothschild et de regrouper ensemble les membres du concert familial.

L'Initiateur est contrôlé par la Branche Française de la famille Rothschild.

2.1.2. Acquisitions d'Actions avant ouverture de l'Offre

Il est précisé qu'à compter du lendemain du dépôt du Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF et de sa publication, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur a l'intention d'acquérir, par l'intermédiaire de Natixis, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant à maximum 30 % du nombre d'Actions visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 8.181.732 Actions, au prix de l'Offre (net du Dividende 2022 dont le détachement est intervenu le 29 mai 2023 et incluant, jusqu'à sa date de détachement, le montant de la Distribution Exceptionnelle), soit au prix de 46,60 euros par Action, puis au prix de 38,60 euros par Action à compter de la date de Détachement de la Distribution Exceptionnelle.

De telles acquisitions seront déclarées chaque jour à l'AMF et publiées sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur. Cette information sera également publiée, en français et en anglais, sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et sera ainsi accessible aux actionnaires de la Société résidents aux États-Unis d'Amérique (les « **Actionnaires Américains** »).

2.1.3. Déclarations de franchissements de seuils et d'intentions de l'Initiateur et du Concert

Le Projet de Note d'Information indique que ni l'Initiateur ni les autres membres du Concert n'ont procédé à l'acquisition d'Actions au cours des douze (12) mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information à un prix supérieur à celui de l'Offre.

Conformément à l'article 7.3 des statuts de la Société et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce :

- Aux termes de la déclaration de franchissement de seuil en date du 10 mai 2023, Concordia a informé l'AMF que certains actionnaires de la Société, détenant ensemble 1.505.501 Actions représentant 2.950.365 droits de vote, soit 1,95 % du capital et 2,52 % des droits de vote de la Société, n'étaient plus membres du Concert Familial Élargi consécutivement à leur sortie du pacte d'actionnaires alors en vigueur²⁶.
- Aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils adressée à l'AMF en date du 9 juin 2023, et complétée le 13 juin 2023, en conséquence de la conclusion du Pacte d'Actionnaires, il a été déclaré que le Concert avait franchi à la hausse tous les seuils allant de 0% à 50% du capital et des droits de vote et détenait, au 31 mai 2023, 42.562.532 actions de la Société, représentant

²⁶ Cf. avis AMF n°223C0696.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

55,2% de son capital social et 66,1% de ses droits de vote²⁷. L'Initiateur a indiqué avoir déposé, agissant de concert avec les membres du Concert, un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les titres de la Société auprès de l'AMF le 8 juin 2023 et a également réitéré son intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si les conditions légales et réglementaires étaient réunies.

- Aux termes de la déclaration de franchissement de seuil adressée à l'AMF en date du 9 juin 2023, en conséquence de la fin du Concert Familial Élargi concomitante à la création du Concert, il a été déclaré que les membres du Concert Familial Élargi avaient franchi à la baisse les mêmes seuils²⁸.
- Aux termes de la déclaration de franchissement de seuil adressée à l'AMF en date du 29 juin, il a été déclaré que le Concert avait franchi à la hausse le seuil des deux tiers des droits de vote de la Société et détenait, au 29 juin 2023, 42.562.532 actions et 79.646.252 droits de vote de la Société, représentant 55,2% de son capital social et 66,8% de ses droits de vote²⁹.

2.1.4. Autorisations réglementaires

Lors du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Offre n'était plus soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

Il est toutefois précisé que préalablement au dépôt du projet d'Offre, ont été obtenues les autorisations réglementaires requises (ou la confirmation qu'aucune autorisation réglementaire n'était requise) (i) de la part d'autorités prudentielles et financières françaises, c'est-à-dire l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et l'AMF, et étrangères³⁰, (ii) au titre de la régulation relative aux investissements directs étrangers par les services du Premier Ministre Italien, et (iii) au titre du contrôle des concentrations aux États-Unis d'Amérique.

2.2. Termes et caractéristiques de l'Offre

2.2.1. Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques

²⁷ Cf. avis AMF n°223C0873.

²⁸ Cf. avis AMF n°223C0873.

²⁹ Cf. avis AMF n°223C1015.

³⁰ Banque Centrale Européenne (BCE), Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), Commission des Services Financiers de Guernesey (*Guernsey Financial Services Commission* – GFSC), Autorité fédérale de supervision financière de l'Allemagne (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* - BaFin), Commission des valeurs mobilières et des contrats à terme de Hong Kong (*Securities and Futures Commission* – SFC), Banque d'Italie (*Banca d'Italia*), Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) du Luxembourg, Commission des valeurs mobilières de Malaisie (*Securities Commission Malaysia* – SC), Autorité de Conduite Financière du Royaume-Uni (*Financial Conduct Authority* – FCA) ; Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers de la Suisse (FINMA), Autorité Monétaire de Singapour (*Monetary Authority of Singapore* – MAS), Autorité des Services Financiers de Dubaï (*Dubai Financial Services Authority* – DFSA), Commission Nationale du Marché des Valeurs de l'Espagne (*Comisión Nacional del Mercado de Valores* – CNMV) et Autorité de régulation du centre financier du Qatar (Qatar Financial Center Regulatory Authority – QFCRA).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé auprès de l'AMF le 8 juin 2023 le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre autres que les Actions détenues, directement ou indirectement, par les membres du Concert (sous réserve des exceptions détaillées à la Section 2.2.4 (*Nombre et nature des titres visés par l'Offre*) du Projet de Note en Réponse), soit un nombre maximum de 27.272.443 Actions.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, conjointement avec les membres du Concert et conformément aux Règles d'Allocation décrites ci-dessous, pendant la durée de l'Offre la totalité des Actions apportées à l'Offre au prix de l'Offre (net du Dividende 2022 dont le détachement est intervenu le 29 mai 2023 et de la Distribution Exceptionnelle dont le détachement interviendra préalablement à l'ouverture de l'Offre), soit 38,60 euros par Action.

L'attention des actionnaires de la Société est appelée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de trente-cinq (35) jours de négociation.

2.2.2. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 8 juin 2023. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 4 juillet 2023. Un avis de dépôt sera publié le même jour par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.rothschildandco.com). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.rothschildandco.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.2.3. Ajustement des termes de l'Offre

Il rappelle que le prix de l'Offre est de 46,60 euros par Action avant détachement de la Distribution Exceptionnelle et tenant compte du détachement du Dividende 2022, et de 38,60 euros par Action après détachement de la Distribution Exceptionnelle. La date de détachement de la Distribution Exceptionnelle sera déterminée par le gérant statutaire de la Société conformément à la résolution n°3 adoptée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société le 25 mai 2023, et interviendra après la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF et au plus tard avant l'ouverture de l'Offre.

Par ailleurs, toute autre distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre donnera lieu à un ajustement, à l'euro l'euro du prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre.

2.2.4. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Au 29 juin 2023, le Concert détenait 42.562.532 Actions et 79.646.252 droits de vote représentant respectivement 55,2 % du capital et 66,8 % des droits de vote théoriques de la Société³¹.

Le Projet de Note d'Information indique que le projet d'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur seul ou avec le Concert :

- (i) qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 34.540.134 Actions, et
- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, avant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, à raison de l'exercice de 157.111 Options (tel que ce terme est défini à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse) attribuées par la Société au titre de la 1^{ère} tranche du Plan d'Options 2013 (tel que ce terme est défini à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse), soit un nombre maximum de 189.678 Actions³² ;

³¹ Sur la base d'un nombre total de 77.102.666 Actions et 119.225.492 droits de vote théoriques de la Société au 28 juin 2023. 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 attachés des droits de vote, en ce compris les Actions dépourvues de droit de vote.

³² Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

à l'exception des Actions suivantes :

- (i) les 1.454.623 Actions Dutreil qui ont vocation à faire l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la Section 6.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) du Projet de Note en Réponse³³ ; et
- (ii) les 6.002.746 Actions faisant l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre et pouvant avoir vocation à faire l'objet d'un engagement d'apport ou de cession à Rothschild & Co Partners³⁴, tel que décrit à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse, (étant précisé que parmi ces 6.002.746 Actions, 2.780.339 Actions³⁵ seront issues de l'exercice d'Options, de la livraison d'Actions au titre des RSU et des NCI,

(ensemble les « **Actions Exclues** »),

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 27.272.443.

À l'exception des Options attribuées par la Société, des NCI et des RSU, il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

2.2.5. Situation des titulaires d'instruments d'intéressement au capital de la Société

Pour participer aux Plans d'Options de la Société et se voir attribuer des Options, les Partners sont tenus d'acquiescer à la valeur de marché des Actions soumises à un engagement de conservation ou des RSU.

(a) Situation des détenteurs d'Actions soumises à un engagement de conservation

Il est rappelé que certains Partners détiennent des Actions soumises à un engagement de conservation de quatre ans (les « **Actions Bloquées** »).

Cet engagement de conservation a été levé par la Société le 6 juin 2023.

Sur la totalité des Actions Bloquées correspondant à 115.000 Actions, 70.019 Actions Bloquées font l'objet d'engagements de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre, et ont vocation à être transférées à Rothschild & Co Partners sous réserve de la conclusion des engagements réciproques de transfert d'Actions tels que décrits à la Section

³³ Les Actions Dutreil objets du mécanisme de liquidité décrit à la Section 6.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) du Projet de Note en Réponse seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce à compter de la signature de ces engagements.

³⁴ Les Actions faisant l'objet d'engagements d'apport ou de cession à Rothschild & Co Partners, décrits à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse, seront assimilées aux Actions détenues par Rothschild & Co Partners en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, avec laquelle l'Initiateur agit de concert, à compter de la signature de ces engagements.

³⁵ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.5 (Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners) du Projet de Note en Réponse.

(b) Situation des titulaires d'Options

Sept plans d'options de souscription ou d'achat d'Actions (les « **Plans d'Options** ») ont été mis en place par décisions d'attribution du gérant statutaire de la Société en date respectivement des 11 octobre 2013, 9 décembre 2015, 13 décembre 2017, 20 juin 2018, 11 octobre 2019 (deux Plans d'Options) et 11 octobre 2021, et sont toujours en vigueur à la date du Projet de Note en Réponse.

Les options de souscription ou d'achat d'Actions attribuées dans le cadre de chaque Plan d'Options sont classées en quatre tranches distinctes (les « **Options** »).

En application des dispositions légales et réglementaires du Code de commerce, en conséquence de la Distribution Exceptionnelle qui constitue une distribution de réserves de 8,00 euros par Action, le prix de souscription ou d'achat d'Actions ainsi que le nombre d'Actions sous Options pouvant être obtenues lors de l'exercice de ces Options seront ajustés par le gérant statutaire de la Société à la date de détachement de la Distribution Exceptionnelle.

Le prix de souscription ou d'achat d'Actions ajusté sera calculé en tenant compte du rapport entre le montant par Action de la Distribution Exceptionnelle et la valeur des Actions qui auraient été obtenues en cas d'exercice des Options avant le détachement de la Distribution Exceptionnelle. Cette valeur sera égale à la moyenne pondérée des cours des cinq (5) derniers jours de bourse qui précèdent la date de détachement de la Distribution Exceptionnelle.

Le nombre d'Actions sous Options ajusté sera calculé en faisant le rapport entre (i) le produit du nombre initial d'Actions sous Options par le prix initial de souscription ou d'achat d'Actions et (ii) le prix de souscription ou d'achat d'Actions ajusté.

Le nombre d'Actions sous Options post-ajustement et le prix de souscription ou d'achat d'Actions post-ajustement sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans d'Options à la date du Projet de Note en Réponse :

Plan d'Option	Tranches	Date de départ d'exercice	Date d'expiration	Avant l'ajustement		Après l'ajustement	
				Prix de souscription ou d'achat (€)	Nombre d'Actions sous Options	Prix de souscription ou d'achat	Nombre d'Actions sous Options
« Plan d'Options 2013 »	2013-1 ³⁶	30/11/2016	11/10/2023	17,50	157.111	14,50	189.678
	2013-2	11/10/2017		18,00	152.111	14,91	183.642
	2013-3	11/10/2018		19,00	207.111	15,74	250.042
	2013-4	11/10/2019		20,00	207.111	16,57	250.042
« Plan d'Options »	2015-1	11/10/2018	09/12/2025	23,62	30.000	19,57	36.219
	2015-2	11/10/2019		24,12	45.000	19,98	54.328

³⁶ Étant précisé que la tranche 2013-1 du Plan d'Options 2013 est la seule tranche dont l'exercice des Options donne lieu à la souscription d'Actions nouvellement émises.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Plan d'Option	Tranches	Date de départ d'exercice	Date d'expiration	Avant l'ajustement		Après l'ajustement	
				Prix de souscription ou d'achat (€)	Nombre d'Actions sous Options	Prix de souscription ou d'achat	Nombre d'Actions sous Options
2015 »	2015-3	11/10/2020		25,12	55.000	20,81	66.401
	2015-4	11/10/2021		26,12	55.000	21,64	66.401
« Plan d'Options 2017 »	2017-1	11/10/2020	13/12/2027	31,56	170.000	26,14	205.236
	2017-2	11/10/2021		32,06	195.000	26,56	235.417
	2017-3	11/10/2022		33,06	235.000	27,38	283.707
	2017-4	11/10/2023		34,06	262.500	28,21	316.909
« Plan d'Options 2018 »	2018-1	11/10/2020	13/12/2027	31,56	20.000	26,14	24.145
	2018-2	11/10/2021		32,06	20.000	26,56	24.145
	2018-3	11/10/2022		33,06	20.000	27,38	24.145
	2018-4	11/10/2023		34,06	20.000	28,21	24.145
« Plan d'Options Partners Existants 2019 »	2019 PE-1	11/10/2020	11/10/2023	26,10	88.389	21,62	106.721
	2019 PE-2	11/10/2020		27,10	88.389	22,45	106.721
	2019 PE-3	11/10/2021		29,10	100.889	24,10	121.814
	2019 PE-4	11/10/2022		31,10	130.889	25,76	158.036
« Plan d'Options Partners Nouveaux 2019 »	2019 PN-1	11/10/2022	11/10/2029	26,10	35.000	21,62	42.254
	2019 PN-2	11/10/2023		26,60	80.000	22,03	96.582
	2019 PN-3	11/10/2024		27,60	80.000	22,86	96.582
	2019 PN-4	11/10/2025		28,60	80.000	23,69	96.582
« Plan d'Options 2021 »	2021-1	11/10/2022	11/10/2025	39,45	112.500	32,68	135.818
	2021-2	11/10/2022		39,95	112.500	33,09	135.818
	2021-3	11/10/2023		40,95	137.500	33,92	166.001
	2021-4	11/10/2024		41,95	137.500	34,75	166.001

En prenant pour hypothèse une moyenne pondérée des cours de bourse égale à 46,60 euros précédant le détachement de la Distribution Exceptionnelle, le nombre d'Actions visées par l'Offre sera augmenté d'un nombre maximum de 629.032 Actions.

S'agissant des Plans d'Options, il est précisé que :

- ils correspondent à un nombre total de 3.034.500 Options restantes donnant droit à maximum de 3.663.532 Actions³⁷ ;
- les Options qui ne seront pas encore exerçables feront l'objet d'une accélération, conformément aux conditions des Plans, en cas d'atteinte du seuil permettant de procéder au retrait obligatoire afin de permettre aux titulaires d'Options de les exercer, étant précisé que, conformément aux engagements pris par certains titulaires desdites Options, 875.273 Actions qui en seront issues ont vocation à être transférées dans le cadre du retrait obligatoire à l'Initiateur ou aux membres du Concert conformément aux Règles d'Allocation (telles que décrites à la Section 6.1 (*Accord d'Investissement*) du Projet de Note en Réponse). Par ailleurs, en l'absence de mise en œuvre du

³⁷ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

retrait obligatoire, 528.181 Actions issues des Options exerçables à compter du 11 octobre 2023 ont vocation à être transférées à Rothschild & Co Partners ; et

- 2.616.224 Actions³⁸ susceptibles d'être émises et/ou acquises à raison de l'exercice des Options font l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre, et ont vocation à être transférées à Rothschild & Co Partners sous réserve de la conclusion des engagements réciproques de transfert d'Actions tels que décrit à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse.

(c) Situation des titulaires de RSU

Les RSU acquises, tel que décrit ci-dessus, sont soumises à une période d'acquisition de quatre ans.

À la date du Projet de Note d'Information, 102.500 RSU sont détenues par les Partners et donnent droit à un maximum de 102.500 Actions.

Conformément aux stipulations des Plans d'Options, les RSU ont vocation à être accélérées dans le cadre de la présente Offre.

Ces 102.500 Actions sous-jacentes aux RSU font l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre, et ont vocation à être transférées à Rothschild & Co Partners sous réserve de la conclusion des engagements réciproques de transfert d'Actions tels que décrits à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse.

(d) Situation des titulaires de NCI

La Société a mis en place des plans de NCI (les « **Plans NCI** ») en date du 6 février 2019 puis plusieurs fois amendés aux termes desquels ont été attribués 652.450 NCI, correspondant à 652.450 Actions sous-jacentes aux NCI.

Pour les tranches restantes des NCI acquis les 30 septembre et 17 novembre 2023 représentant un nombre total de 305.024 NCI, 61.615 NCI seront délivrés en Actions qui font l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre, et ont vocation à être transférées à Rothschild & Co Partners sous réserve de la conclusion des engagements réciproques de transfert d'Actions tels que décrits à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse.

Par ailleurs, une partie des NCI acquis les 30 septembre et 17 novembre 2023 ainsi que les NCI correspondant à d'autres tranches qui seront acquis à des dates ultérieures seront intégralement acquittés en numéraire et non en Actions.

³⁸ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

2.2.6. Situation des titulaires d'Actions détenues via le FCPE Rothschild & Co

A la date du Projet de Note en Réponse, 237.414 Actions sont détenues par le fonds commun de placement d'entreprise Rothschild & Co (le « **FCPE Rothschild & Co** ») qui opère dans le cadre de plans d'épargne entreprise mis en place au sein des sociétés du Groupe (les « **PEE** »), lesquelles Actions sont visées par l'Offre.

Il appartiendra au conseil de surveillance du FCPE Rothschild & Co de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre les Actions détenues par le FCPE Rothschild & Co.

2.2.7. Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que (x) les Actions détenues par la Société ou ses filiales, (y) les Actions qui feraient l'objet d'un engagement d'apport ou de cession à Rothschild & Co Partners et (z) les Actions Dutreil), si celles-ci ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société (le « **Retrait Obligatoire** »).

Le Retrait Obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre (net du Dividende 2022 dont le détachement est intervenu le 29 mai 2023 et de la Distribution Exceptionnelle dont le détachement interviendra préalablement à l'ouverture de l'Offre et donc préalablement au potentiel Retrait Obligatoire), soit un prix de 38,60 euros par Action, nette de frais. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue du Retrait Obligatoire, sur un compte bloqué ouvert à cette fin auprès de Société Générale Securities Services (32, rue du Champ de Tir, BP 81236, 44312 Nantes Cedex 3) désigné en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation en espèces du Retrait Obligatoire. Après la clôture des comptes des affiliés, Société Générale Securities Services, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés selon le cas par Société Générale Securities Services ou par le dépositaire teneur de compte concerné pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

2.3. Procédure d'apport à l'Offre

Le Projet de Note d'Information indique que les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le projet d'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant au présent projet d'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

L'Offre serait ouverte pendant une période de trente-cinq (35) jours de négociation. L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Les actionnaires qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions, ou à Société Générale Securities Services agissant en tant que teneur de registre de la Société en cas de détention des actions sous la forme nominative pure, un ordre d'apport ou de vente au prix de l'Offre (net du Dividende 2022 dont le détachement est intervenu le 29 mai 2023 et de la Distribution Exceptionnelle dont le détachement interviendra au plus tard avant la date d'ouverture de l'Offre), soit 38,60 euros par Action, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la Section 2.12 (*Remboursement des frais de courtage*) du Projet de Note d'Information.

Procédure d'apport à l'Offre sur le marché :

Les actionnaires de Rothschild & Co souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

Natixis, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur par l'intermédiaire de son partenaire Oddo BHF SCA, pour le compte de l'Initiateur et des membres du Concert, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Il est par ailleurs précisé dans le Projet de Note d'Information que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par voie d'achats hors marché.

Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée :

Les actionnaires de Rothschild & Co souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation.

Dans ce cadre, l'Initiateur et les membres du Concert prendront à leur charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la Section 2.12 (*Remboursement des frais de courtage*) du Projet de Note d'Information.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement livraison de la semi-centralisation.

Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers concernant les modalités d'apport à l'Offre semi-centralisée et de révocation de leurs ordres.

2.4. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
8 juin 2023	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF.- Mise à disposition du public au siège de Rothschild & Co Concordia et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information.- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
4 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil de Surveillance et le rapport de l'expert indépendant.- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note en réponse de la Société.- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
5 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none">- Début des acquisitions d'Actions par l'Initiateur conformément à la Section 2.1.2. (<i>Acquisitions d'Actions avant ouverture de l'Offre</i>) du Projet de Note en Réponse.
18 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none">- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.- Mise à disposition du public au siège de Rothschild & Co Concordia et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée.- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
18 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none">- Publication de l'avis Euronext relatif à la Distribution Exceptionnelle.
20 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none">- Date de détachement de la Distribution Exceptionnelle.
20 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none">- Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dates	Principales étapes de l'Offre
20 juillet 2023	- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
21 juillet 2023	- Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables l'Initiateur. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
21 juillet 2023	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
24 juillet 2023	- Paiement de la Distribution Exceptionnelle. - Ouverture de l'Offre.
8 septembre 2023	- Clôture de l'Offre (dernier jour pour placer des ordres de vente sur le marché ou ordres d'apport à la procédure semi-centralisée).
13 septembre 2023	- Publication par l'AMF et Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre.
18 septembre 2023	- Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris.
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	- Mise en œuvre du retrait obligatoire si les conditions sont réunies.

2.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La Section 2.13 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) du Projet de Note d'Information indique que :

- L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.
- L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.
- La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.
- Ni le Projet de Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent 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 illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions 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.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la Section 2.13 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) du Projet de Note d'Information s'appliquent au présent Projet de Note en Réponse.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note d'Information et/ou du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis

L'Offre porte sur les Actions de Rothschild & Co SCA, société en commandite par actions, constituée sous le régime des lois de France, et est soumise aux règles d'information et de procédure françaises qui diffèrent de celles des États-Unis d'Amérique.

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément au droit français applicable et, sauf dans la mesure de l'exemption accordée par la commission américaine des opérations boursières (la « **SEC** ») décrite ci-dessous, l'U.S. Securities Exchange Act de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** ») et les lois et règlements promulgués par la SEC en vertu de ce dernier, y compris le règlement 14E et sera soumise à certaines exemptions prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 (exemption dite « Tier II » concernant les titres d'émetteurs étrangers privés). En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles d'information et de procédure, y compris celles relatives à l'avis d'extension de l'Offre, au calendrier de règlement-livraison (y compris en ce qui concerne le moment de paiement du prix de l'Offre), et à l'achat d'Actions en dehors de l'Offre, qui sont différentes des règles et pratiques relatives aux offres publiques aux États-Unis d'Amérique. Les Actionnaires Américains sont invités à se rapprocher de leur conseiller habituel afin de s'informer des lois qui leur sont applicables dans le cadre de l'Offre.

Le 7 juin 2023, le personnel de la SEC a permis certaines exemptions de la règle 14e-5 de la Loi de 1934 par rapport à l'Offre.

Sous réserve de certaines exceptions, la règle 14e-5 de la Loi de 1934 interdit toute « personne couverte » (« *covered person* »), directement ou indirectement, d'acquérir ou de prendre des dispositions afin d'acquérir des actions de la société visée en dehors de l'Offre ou toutes valeurs mobilières immédiatement convertibles, échangeables ou exerçables en actions de la société visée, sauf dans le cadre de l'offre publique. Cette interdiction s'applique de la date d'annonce de l'offre publique jusqu'à l'expiration de l'offre. « Personne couverte » est définie comme étant (i) l'initiateur et ses sociétés affiliées, (ii) le gérant de l'initiateur et ses sociétés affiliées, (iii) tout conseiller de l'une des personnes susmentionnées, dont la rémunération dépend de la réalisation de l'offre et (iv) toute personne agissant, directement ou indirectement, de concert avec l'une des personnes spécifiées ci-dessus. La SEC a accordé à l'Initiateur et aux autres membres du Concert une exemption afin de leur permettre d'acquérir ou de prendre des dispositions afin d'acquérir des Actions en dehors de l'Offre conformément aux lois boursières françaises. Les intentions de l'Initiateur et des autres membres du Concert, le cas échéant, à cet égard sont décrites à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*), la Section 6.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) et la Section 2.1.2 (*Acquisitions d'Actions avant ouverture de l'Offre*) du Projet de Note en Réponse et les sections pertinentes du Projet de Note d'Information. Ces achats peuvent être effectués sur le marché ou dans le cadre de transactions hors marché et tel que décrit dans le Projet de Note d'Information et ce Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France conformément à la réglementation en vigueur, elles seraient également rendues publiques sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com). Cette publication sera également mise à la disposition des Actionnaires Américains dans une traduction en anglais sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com). Aucun achat ou aucune disposition en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de l'Initiateur aux États-Unis d'Amérique à l'exception des transferts d'Actions par les Partners résidents aux États-Unis d'Amérique à Rothschild & Co Partners et aux achats d'Actions Dutreil faisant l'objet d'un Mécanisme de Liquidité détenus par des résidents aux États-Unis d'Amérique conformément à l'exemption accordée par la SEC. Les affiliés des conseils financiers de l'Initiateur et de la Société peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des titres de la Société, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

Le paiement du prix de l'Offre aux Actionnaires Américains pourrait être une opération soumise à l'impôt y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu et peut être une opération imposable en vertu des lois fiscales étatiques ou locales, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres. Il est vivement recommandé que chaque Actionnaire Américain consulte immédiatement un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les Actionnaires Américains de faire valoir les droits dont ils disposent conformément au droit boursier fédéral américain, l'Initiateur et la Société étant des sociétés ayant leurs sièges respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et dont tout ou partie de leurs dirigeants et administrateurs respectifs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les Actionnaires Américains pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis d'Amérique à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit boursier américain. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Ni la SEC ni aucune autre autorité de régulation aux États-Unis d'Amérique n'a approuvé ou désapprouvé l'Offre, ne s'est prononcée sur l'équité ou le mérite de l'Offre, ou n'a fourni d'opinion quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans le Projet de Note d'Information, le Projet de Note en Réponse ou dans tout autre document relatif à l'Offre. Toute déclaration contraire constitue une infraction pénale aux États-Unis d'Amérique.

L'Offre est faite aux Actionnaires Américains dans les mêmes conditions que celles faites à l'ensemble des actionnaires de la Société auxquels l'Offre est faite.

Les Actionnaires Américains devraient considérer que le Prix de l'Offre est payé en euros et qu'aucun ajustement ne sera effectué en fonction d'éventuelles variations du taux de change.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ

A la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil de Surveillance de la Société est composé des membres suivants :

- Marc-Olivier Laurent (Président du Conseil de Surveillance)
- David de Rothschild (Président d'honneur du Conseil de Surveillance)

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Éric de Rothschild (Vice-président du Conseil de Surveillance)
- Lucie Maurel-Aubert (Vice-présidente du Conseil de Surveillance)
- Adam Keswick*
- Gilles Denoyel*
- Sir Peter Estlin*
- Sylvain Héfès
- Suet-Fern Lee*
- Arielle Malard de Rothschild
- Jennifer Moses
- Carole Piwnica*
- Lord Mark Sedwill
- Sipko Schat
- Véronique Weill*

** membre indépendant*

Le 4 juillet 2023, le Conseil de Surveillance a rendu l'avis motivé reproduit dans son intégralité ci-après :

*« Le Conseil de Surveillance de Rothschild & Co SCA (« **Rothschild & Co** » ou la « **Société** ») s'est réuni le 4 juillet 2023 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 46,60 € par action avant détachement de la distribution exceptionnelle de 8 € par action (coupon du dividende ordinaire 2022 de 1,40 € détaché le 29 mai 2023) et de 38,60 € après détachement de la distribution exceptionnelle (prévu le 20 juillet 2023), initié par Rothschild & Co Concordia SAS (« **Concordia** » ou l'« **Initiateur** »).*

L'ensemble des membres du Conseil de Surveillance était présent ou représenté, à l'exception de M. Eric de Rothschild, absent et excusé, étant précisé que M. Marc-Olivier Laurent, M. David de Rothschild, M. Sylvain Héfès, Mme Arielle Malard de Rothschild et Mme Lucie Maurel-Aubert n'ont pris part ni aux délibérations ni au vote compte tenu de leurs liens avec le Concert ou le Groupe.

M. Adam Keswick, Vice-Président du Conseil de Surveillance, a présidé la séance durant le retrait de M. Marc-Olivier Laurent.

Le Président de séance rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 8 juin 2023.

*Le Président de séance rappelle également que, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** ») et à la recommandation AMF n° 2006-15, le Conseil de Surveillance a, lors de sa réunion du*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

16 janvier 2023, constitué un comité ad hoc (le « **Comité** ») chargé de proposer au Conseil de Surveillance la nomination d'un expert indépendant, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de veiller au bon déroulement de sa mission, d'examiner les termes de l'Offre et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil de Surveillance, de se saisir de toute question intéressant l'Offre, et d'en rapporter au Conseil de Surveillance.

Le Comité est composé de quatre membres indépendants : Mme Véronique Weill, désignée Présidente du Comité par le Conseil de Surveillance lors de la réunion du 16 janvier 2023, M. Gilles Denoyel, Mme Carole Pivnicca et Sir Peter Estlin.

Le Président de séance rappelle également que, lors de sa réunion du 13 février 2023, sur recommandation du Comité du 9 février 2023, le Conseil de Surveillance a accueilli favorablement, dans son principe, le projet d'Offre, tout en relevant que les travaux devaient se poursuivre et qu'un avis motivé ne serait émis qu'à l'issue du dépôt de l'Offre après revue de la recommandation du Comité et des travaux de l'expert indépendant.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil de Surveillance ont pu prendre connaissance des documents suivants et de toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 8 juin 2023, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs Natixis (également garant) et Crédit Agricole Ile-de-France;
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Finexsi, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre à savoir le prix offert de 46,60 € par action avant détachement de la distribution exceptionnelle (coupon du dividende 2022 détaché) et de 38,60 € après détachement de la distribution exceptionnelle, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;
- le rapport du cabinet Finexsi sur la distribution exceptionnelle ;
- le projet d'avis motivé préparé par le Comité conformément à l'article 261-1 III du RGAMF ; et
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF le 4 juillet 2023, lequel reste à être complété de l'avis motivé du Conseil de Surveillance.

1. Désignation de l'expert indépendant et des conseils du Comité

Le 16 janvier 2023, les membres du Comité ont revu les propositions de deux cabinets répondant aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable.

À l'issue de la revue approfondie effectuée par le Comité des propositions de ces deux cabinets, le Comité a recommandé au Conseil de Surveillance de retenir Finexsi au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente dans le cadre d'offres publiques suivies d'une procédure de retrait obligatoire, (iii) de sa capacité à établir un rapport spécifique sur les conséquences de la distribution exceptionnelle envisagée, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.

M. Olivier Peronnet a fait savoir pour le compte du cabinet Finexsi qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à empêcher d'exercer sa mission (en particulier, l'opération conduira à l'émission de deux rapports relatifs à deux aspects liés et constitutifs de cette opération, ce qui ne remet pas en cause l'indépendance de Finexsi). De même, il a confirmé disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Lors de sa réunion du 16 janvier 2023, sur recommandation du Comité, le Conseil de Surveillance de la Société a donc désigné le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 du RGAMF, avec pour mission de se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, conformément à la réglementation boursière, et sur la distribution exceptionnelle de réserves envisagée de 8 € par action. Le 20 janvier 2023, le Comité a unanimement décidé de désigner Me Pierre Casanova, associé du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier AARPI, en qualité de conseil juridique du Comité.

Rothschild & Cie, conseil financier de la Société sur l'opération, a également assisté aux réunions du Comité et mis à disposition du Comité les documents préparés pour la Société.

2. Travaux du Comité et du Conseil de Surveillance et interactions avec l'expert indépendant

Entre le 16 janvier 2023 et le 3 juillet 2023, le Comité s'est réuni à 14 reprises pour les besoins de sa mission, au siège social de la Société ou par visioconférence. Les membres du Comité ont échangé avec l'expert indépendant et le conseil juridique du Comité tout au long du processus y compris dans le cadre des réunions convoquées régulièrement et lors d'échanges informels.

La Présidente du Comité rend compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité :

- le 16 janvier 2023, le Conseil de Surveillance a été informé du fait que Concordia préparait une Offre potentielle sur la Société ; le Conseil de Surveillance a constitué le Comité ; les membres du Comité ont revu les propositions de deux experts indépendants et ont proposé la nomination de Finexsi en tant qu'expert indépendant, ce qui a été approuvé par le Conseil de Surveillance le même jour, le 16 janvier 2023 ;
- le 20 janvier 2023, le Comité a décidé à l'unanimité de nommer Me Pierre Casanova, associé du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier AARPI, en tant que conseil juridique du Comité. Le Comité a également échangé avec l'expert indépendant sur ses travaux à venir ;
- le 27 janvier 2023, le Comité s'est réuni afin de prendre connaissance (i) des conclusions des travaux d'évaluation menés par le conseil financier de la Société sur l'opération, (ii) de l'exposé de l'expert indépendant sur l'avancement de ses travaux et (iii) d'un état des lieux sur le projet de distribution exceptionnelle. Le Comité a également été informé de la fourchette de prix envisagée à cette date par l'Initiateur, comprise entre 46 € et 48 € (dividende ordinaire et distribution exceptionnelle attachés) ;
- le 2 février 2023, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance (i) de l'état d'avancement des travaux de l'expert indépendant et (ii) de la présentation des projets d'accords connexes à l'Offre. Le Comité a par ailleurs considéré qu'un prix de 48 €, représentant la borne haute de la fourchette envisagée par l'Initiateur, serait à privilégier ;

Le 6 février 2023, Concordia, constatant qu'il n'était plus possible de préserver la confidentialité du projet, a annoncé au marché son intention de déposer une Offre à 48 € (distributions attachées) sous réserve de finalisation des négociations en cours.

- le 9 février 2023, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance de l'état d'avancement des travaux de l'expert indépendant et échanger sur la recommandation à faire au Conseil de Surveillance sur l'accueil à réserver au principe de l'Offre, en tenant compte de la distribution exceptionnelle envisagée ;

Le 13 février 2023, Concordia a confirmé son intention de déposer une Offre à un prix de 48 € (distributions attachées).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- le 3 mars 2023, le Comité s'est réuni afin d'émettre une recommandation au Conseil de Surveillance sur la distribution exceptionnelle envisagée, au regard notamment des conclusions du rapport de l'expert indépendant sur ce sujet. Le Comité a également pris connaissance des lettres de deux actionnaires minoritaires relatives au projet d'Offre et a échangé sur les réponses à y apporter ;*
- le 31 mars 2023, le Comité s'est réuni afin de prendre connaissance d'un point d'avancement sur (i) les projets d'accords connexes à l'Offre et (ii) l'obtention des autorisations réglementaires relatives à l'Offre. Le Comité a également assisté à une présentation par le directeur financier du Groupe de la situation bilantielle et de trésorerie de la Société, à la suite des récents événements de marché affectant le secteur bancaire ;*
- le 21 avril 2023, le conseil financier de la Société a présenté le changement de structure de l'Offre envisagé par Concordia, consistant en la mise en œuvre de la distribution exceptionnelle de réserves proposée de 8 € par action par la Société après la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre et avant son ouverture, ainsi que de l'intention de Concordia, dans cette structure modifiée, d'acheter des titres de la Société distribution exceptionnelle attachée après la publication de la note en réponse et avant l'ouverture de l'Offre. Le Comité a également pris connaissance des dernières correspondances avec un actionnaire minoritaire relatives à l'Offre et a échangé sur les réponses à y apporter ;*
- le 2 juin 2023, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance (i) d'un compte-rendu de l'assemblée générale approuvant notamment la distribution exceptionnelle, (ii) de l'état des lieux de l'obtention des autorisations réglementaires et (iii) d'un point d'avancement des travaux de l'expert indépendant. Le Comité a également discuté des dernières interactions avec des actionnaires minoritaires ;*
- le 15 juin 2023, le Comité a pris connaissance des dernières données financières estimées présentées par le directeur financier du Groupe, lesquelles ont été transmises à l'expert indépendant et communiquées au marché le 19 juin 2023. L'expert indépendant a également présenté un état d'avancement de ses travaux ;*
- le 23 juin 2023, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance (i) de l'analyse par Rothschild & Cie des notes d'analystes récemment publiées et (ii) d'un point d'avancement des travaux de l'expert indépendant. Le Comité a également échangé sur les termes du projet d'avis motivé au Conseil de Surveillance ;*
- le 30 juin 2023, le Comité a discuté du projet de rapport de l'expert indépendant ;*
- le 2 juillet 2023, le Comité a fait le point sur le courrier adressé par l'avocat d'un actionnaire minoritaire, sur la nouvelle version du rapport de l'expert indépendant et sa conclusion et sur un projet de recommandations et d'avis motivé remaniés notamment pour refléter ces éléments et les travaux les plus récents du Comité ;*
- le 3 juillet 2023, le Comité s'est réuni pour arrêter la version définitive de ses recommandations et du projet d'avis motivé et de prendre connaissance de la version finale du rapport de l'expert indépendant ;*
- le Comité a confronté la valorisation proposée au Plan d'Affaires dit « Base Case », ayant reçu l'avis favorable du Conseil de Surveillance le 13 décembre 2022. C'est à l'aune de ce Plan d'Affaires que le Comité a apprécié le caractère équitable de l'Offre.*

Le Comité a également eu connaissance de deux autres scénarios. Le premier, dit « Adjusted Case », constitue une vision dégradée du « Base Case » et a fait l'objet d'une revue du Conseil de Surveillance le 16 janvier 2023. Le second est un stress test prudentiel. Ces informations ont notamment été utilisées par le Comité pour établir sa recommandation sur le caractère soutenable de la distribution exceptionnelle.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le Comité a par ailleurs assisté à une présentation par le directeur financier du Groupe des données financières estimées pour le 1^{er} semestre 2023 et pour l'année 2023, lesquelles ont fait l'objet d'un communiqué de presse du 19 juin 2023.

Le Plan d'Affaires dit « Base Case » à l'aune duquel le Comité a apprécié l'équité du prix d'Offre constituait toujours la meilleure estimation des prévisions de la Société pour les années 2024 et 2025 à la suite de ce communiqué ;

- le Comité a prêté une attention particulière aux points suivants :*
 - les termes de l'accord d'investissement prévoient que les nouveaux membres du Concert acquerront les actions à un prix ferme et définitif strictement identique au prix d'Offre ;*
 - les options de liquidité offertes par le pacte ou les mécanismes de liquidité Dutreil n'assurent pas une valeur de l'action garantie. Le prix de l'action offert dans le cadre de ces options reposera sur une combinaison entre (i) une valorisation d'expertise cohérente avec l'évaluation effectuée dans le cadre de l'Offre et (ii) l'application aux capitaux propres tangibles ajustés de la Société du multiple induit par l'Offre ;*
 - la réorganisation des Partners se fera en appliquant par transparence les données économiques de l'Offre, sans que les Partners ne bénéficient de prix garanti ni de conditions financières améliorées par rapport au prix de l'Offre ;*
- le Comité s'est assuré que l'expert indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes ;*
- le Comité s'est plus particulièrement assuré que l'expert indépendant avait eu connaissance de l'ensemble des accords connexes et avait pu en apprécier le contenu.*

Le calendrier des interactions entre le Comité et l'expert indépendant figure dans le rapport d'expertise du cabinet Finexsi.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ni avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

3. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu dialoguer à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Désigné en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1^o, 2^o et 4^o et II du RGAMF, le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, résume alors les conclusions de ses travaux au Conseil de Surveillance :

« CONCORDIA a annoncé son intention de déposer l'Offre le 6 février 2023, au prix de 48,00€ par action ROTHSCHILD & CO (dividende ordinaire et Distribution Exceptionnelle attachés). Compte tenu du détachement du dividende ordinaire de 1,40€ mis en paiement le 31 mai 2023, le prix d'Offre a été mécaniquement ajusté à due concurrence et l'Offre a été déposée au prix de 46,60€ par action (Distribution Exceptionnelle attachée). Le prix d'Offre de 46,60€ par action, Distribution Exceptionnelle de 8,00€ par action attachée, est équivalent à un prix d'Offre de 38,60€ par action après Distribution Exceptionnelle qui doit intervenir avant l'ouverture de l'Offre après la décision de conformité de l'Autorité des Marchés financiers.

Au regard des travaux d'évaluation multi-critères que nous avons menés, nous pouvons formuler les principales observations suivantes :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le prix d'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'un prix supérieur aux cours de bourse historiques de la Société, que nous considérons comme significatifs, avec notamment une prime de 19,3% par rapport au dernier cours précédant l'annonce et de 27,0% par rapport à la moyenne 60 jours à cette même date, et de 14,7% par rapport au cours de clôture record historique atteint par le titre le 13 janvier 2021.

Il se situe dans la fourchette de valeurs intrinsèques du DDM, critère qui nous semble être le plus adapté à l'évaluation des activités bancaires régulées. Ce DDM repose sur le plan d'affaires « Base Case » qui traduit les ambitions du management dans le périmètre stratégique actuel du Groupe, avec des niveaux de performance élevés sans inversion des tendances de haut de cycle, indépendamment des incertitudes actuelles observées depuis son élaboration dans le Global Advisory et le développement du Merchant Banking. Ce critère mis en œuvre sur ces bases permet ainsi d'extérioriser la pleine valeur de l'action ROTHSCHILD & CO.

Il est dans le haut de fourchette du critère de la somme des parties Gordon Growth, également mis en œuvre à titre principal, laquelle fourchette haute intègre pour chaque métier les ambitions du management pour les prochaines années.

Il est corroboré par les objectifs de la plupart des analystes précédant l'annonce de l'Offre. Un seul analyste exprime une vision divergente qui n'intègre pas selon nous toutes les caractéristiques propres au secteur et à la Société. Pour autant le prix d'Offre s'établit légèrement au-dessus de la moyenne et de la médiane des objectifs de cours avant l'annonce de l'Offre.

Sur le critère de l'ANC, qui n'est pas un critère de valorisation usuel, le prix d'Offre présente également une décote limitée de l'ordre de 1,0% par rapport au dernier ANC dilué par action et de 5,0% par rapport à l'ANC dilué par action estimé au 30 juin 2023, dans un contexte où les banques françaises et européennes régulées présentent des cours de bourse avec des décotes sur leur ANC sensiblement plus élevées.

Enfin, il convient de noter que ces différents constats ne tiennent pas compte du statut de société en commandite de ROTHSCHILD & CO qui pourrait également justifier une décote sur les actions des commanditaires, seules visées par l'Offre, ce dont nous n'avons pas tenu compte.

En ce qui concerne les accords connexes :

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir l'Accord d'Investissement, le Pacte d'Actionnaires, les Engagements d'Apport, le Mécanisme de liquidité des actions Dutreil, ainsi que les transferts d'actions à Rothschild & Co Partners, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre, soit 46,60€ par action Distribution Exceptionnelle de 8,00€ attachée ou 38,60€ Distribution Exceptionnelle détachée, est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de ROTHSCHILD & CO.

Cette conclusion vaut également pour l'indemnité du même montant qui serait appliquée dans le cas où le Retrait Obligatoire interviendrait en suite de l'Offre. ».

4. Conclusions et recommandations du Comité

Le 3 juillet 2023, le Comité a fait sa recommandation au Conseil de Surveillance, en tenant compte notamment du rapport de l'expert indépendant sur l'Offre et des correspondances reçues de certains actionnaires à la suite de l'annonce de l'opération.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité relève que :*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *le Concert, dont fait partie l'Initiateur, détient 55,2 % du capital et 66,80 % des droits de vote théoriques de la Société ;*
 - *dans le contexte de l'Offre rappelé par l'Initiateur, l'Initiateur indique que l'Offre repose sur le constat que le développement de Rothschild & Co ne nécessite pas le maintien de sa cotation dans la mesure où aucun des métiers du Groupe ne requiert de faire appel aux marchés de capitaux. Ainsi, le fonctionnement opérationnel de la Société en cas de sortie de cote serait simplifié au vu des dispositions auxquelles sont soumises les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, qui s'ajoutent aux contraintes réglementaires qui s'appliquent également au Groupe ;*
 - *l'Offre vise à consolider l'indépendance de la Société et à pérenniser sa stratégie de développement tout en renforçant sa manœuvrabilité, l'Initiateur précisant que « les performances de chacun des métiers du Groupe doivent être appréciées sur le long-terme et le statut de société privée apparaît dès lors plus pertinent que celui d'une société cotée » ;*
 - *l'investissement significatif des Partners, se regroupant au sein de la société Rothschild & Co Partners, nouvellement créée à cette fin, est un acte de loyauté et d'engagement à long terme, renforçant ainsi l'alignement d'intérêts de la Société et des Partners ;*
 - *l'opération s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe familial, gage de stabilité, et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir seul une majorité du capital et des droits de vote de la Société tout en offrant à ses actionnaires une liquidité permettant de céder leurs actions à un prix représentant une prime significative par rapport au derniers cours connu et aux cours moyens sur 1 et 3 mois ;*
 - *l'Initiateur a l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre, qui ne sera pas remise en cause quel que soit le résultat de l'Offre ;*
 - *l'Initiateur étant une société holding, il n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Comité relève que :*
- *l'expert indépendant est d'avis que le prix d'Offre, soit 46,60 € par action Distribution Exceptionnelle de 8,00€ attachée ou 38,60 € Distribution Exceptionnelle détachée, est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de ROTHSCHILD & CO ;*
 - *le prix de l'Offre de 48 € (incluant la distribution du dividende 2022 et la distribution exceptionnelle) annoncé puis confirmé par les communiqués de presse des 6 et 13 février 2023 fait ressortir des primes de 27%, 34% et 36% respectivement par rapport aux cours de clôture moyens pondérés par les volumes quotidiens respectivement des 60, 120 et 180 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre en date du 6 février 2023, et de 19 % par rapport au cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre, ainsi qu'une prime de 15% par rapport au cours de clôture le plus haut historique, atteint le 13 janvier 2022 ;*
 - *tous ces référentiels sont antérieurs aux événements ayant affecté les institutions financières et à la baisse de 9 % de l'indice Stoxx Europe 600 banks observée entre le 6 février 2023 et le 31 mai 2023 ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre la possibilité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix représentant une prime significative par rapport au derniers cours connu et aux cours moyens sur 1 et 3 mois ;*
 - *la décote par rapport à l'Actif Net Comptable de l'exercice 2022 est très faible et, à 1 % (5% par rapport à l'Actif Net Comptable estimé au 30 juin 2023), elle est très inférieure à la décote observée sur des offres publiques récentes sur des établissements régulés cotés en France (comme CNP Assurances ou Natixis) et à la décote des cours de bourse des banques françaises et européennes régulées par rapport à leur Actif Net Comptable ;*
 - *en matière de dividendes, l'Initiateur indique qu'il « n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre et poursuivra la politique progressive de distribution de dividendes suivie par le passé sous réserve de la capacité distributive, de la situation financière et des besoins financiers de la Société » ;*
 - *la distribution exceptionnelle bénéficie à tous les actionnaires, indépendamment de leur choix d'apporter ou non leurs titres à l'Offre et de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;*
 - *la Société et les membres du Comité ont été destinataires de lettres ou courriels d'actionnaires minoritaires sur l'Offre. Le Comité a pris connaissance de ces correspondances et veillé à ce qu'elles fassent l'objet d'une revue particulière par l'expert indépendant qui les a transmises à la Société et à l'Initiateur pour recueillir leurs remarques. Les remarques d'actionnaires minoritaires ont été examinées et prises en compte par l'expert indépendant qui a partagé ses analyses avec le Comité, après que l'expert indépendant a rencontré les actionnaires minoritaires qui ont souhaité le rencontrer. Les échanges de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires ainsi que les réponses apportées à leurs observations figurent dans son rapport ;*
 - *l'expert indépendant a analysé dans le détail le rapport établi par l'expert privé mandaté par l'Actionnaire A et le Comité a notamment pu constater que ce rapport écartait de façon contestable des méthodes d'évaluation pertinentes et s'appuyait essentiellement sur des méthodes (notamment les comparables boursiers et les transactions comparables) non transposables à la Société ;*
 - *le seul analyste financier dont le cours cible est supérieur au prix d'Offre s'appuie sur des hypothèses que l'expert indépendant juge « éloignées de la réalité opérationnelle » et dont il estime qu'elles n'intègrent pas « toutes les caractéristiques propres au secteur et à la Société ».*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité relève que :*
- *l'Initiateur indique que l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'emploi ;*
 - *il appartiendra au conseil de surveillance du FCPE Rothschild & Co de prendre la décision d'apporter, le cas échéant, à l'Offre, les actions détenues par le FCPE Rothschild & Co.*

En conclusion de quoi :

- *le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information ;*
- *le Comité a examiné l'intérêt du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que le projet d'Offre était conforme aux intérêts de chacun ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- à la suite de sa réunion du 3 juillet 2023, il recommande au Conseil de Surveillance de se prononcer dans ce sens.

5. Avis motivé du Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par Concordia, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs, (iii) des travaux du Comité, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, et (v) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré, décide, à l'unanimité des membres présents ou représentés (étant précisé que M. Marc-Olivier Laurent, M. David de Rothschild, M. Sylvain Héfès, Mme Arielle Malard de Rothschild et Mme Lucie Maurel-Aubert n'ont pris part ni aux délibérations ni au vote compte tenu de leurs liens avec le Concert ou le Groupe) :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ; et
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 10.1 des statuts de la Société et à l'article 2 du règlement intérieur du Conseil de Surveillance, les membres du Conseil de Surveillance doivent être actionnaires de la Société pendant toute la durée de leur mandat.

Les membres du Conseil de Surveillance ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil de Surveillance a émis son avis motivé reproduit à la Section 3 (*Avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société*) du Projet de Note en Réponse ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Marc-Olivier Laurent	Président du Conseil de Surveillance	132.967	Transfert à Rothschild & Co Partners (par cession ou apport, tel que décrit à la Section 6.5 du Projet de Note en Réponse)
David de Rothschild	Membre et président d'honneur du Conseil de Surveillance	2.520	Apport à l'Offre
Éric de Rothschild	Membre et vice-président du Conseil de Surveillance	12	Apport à l'Offre
Lucie Maurel-Aubert	Membre du Conseil de Surveillance	12.600	Transfert à Rothschild & Co Partners (par cession ou apport, tel que décrit à la Section 6.5 du Projet de

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
			Note en Réponse)
Adam Keswick*	Membre du Conseil de Surveillance	3.300	Apport à l'Offre
Gilles Denoyel*	Membre du Conseil de Surveillance	675	Apport à l'Offre
Sir Peter Estlin*	Membre du Conseil de Surveillance	250	Apport à l'Offre
Sylvain Héfès	Membre du Conseil de Surveillance	150 ³⁹	Apport de 140 Actions à l'Offre
Suet-Fern Lee*	Membre du Conseil de Surveillance	150	Apport à l'Offre
Arielle Malard de Rothschild	Membre du Conseil de Surveillance	5.330 ⁴⁰	Apport de 5.320 Actions à l'Offre
Jennifer Moses	Membre du Conseil de Surveillance	150	Apport à l'Offre
Carole Piwnica*	Membre du Conseil de Surveillance	150	Apport à l'Offre
Lord Mark Sedwill	Membre du Conseil de Surveillance	150	Apport à l'Offre
Sipko Schat	Membre du Conseil de Surveillance	1.500	Apport à l'Offre
Véronique Weill*	Membre du Conseil de Surveillance	150	Apport à l'Offre

**membre indépendant*

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ ET DE SES FILIALES RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES ET D'AUTO-CONTRÔLE

Au 29 juin 2023, la Société détient 3.010.274 de ses propres Actions et ses filiales détiennent 1.815.187 Actions d'auto-contrôle, soit un total de 4.825.461 Actions détenues par la Société et ses filiales.

Lors de sa réunion du 4 juillet 2023, le Conseil de Surveillance :

- a pris acte que (i) 3.637.969 Actions⁴¹ détenues par la Société et ses filiales sont susceptibles d'être remises à des titulaires d'instruments d'intéressement au capital de la Société, et (ii) 150 Actions détenues par la Société sont affectées au contrat de liquidité ; et

³⁹ Dont 10 Actions détenues via un prêt d'actions.

⁴⁰ Dont 10 Actions détenues via un prêt d'actions.

⁴¹ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- a pris acte que les 2.085 Actions initialement affectées à la couverture de NCI qui seront désormais acquittées en numéraire sont en conséquence réaffectées à la couverture d'Options ; et
- a décidé que les 3.010.274 Actions auto-détenues, intégralement affectées à la couverture d'Options (en ce compris les 2.085 Actions réaffectées conformément au paragraphe qui précède) et au contrat de liquidité, ne seront pas apportées à l'Offre.

Les filiales de la Société ont pour leur part décidé d'apporter à l'Offre un nombre d'Actions d'auto-contrôle estimé à 1.185.257 Actions⁴² qui n'ont pas vocation à être transférées à des titulaires d'instruments d'intéressement au capital de la Société. Il est précisé que la société N. M. Rothschild & Sons Limited cèdera à la Société, au prix d'Offre (ex-Dividende 2022 et ex-Distribution Exceptionnelle), soit 38,60 euros par Action, un nombre estimé à 465.815 Actions⁴³ qu'elle détient afin que ces Actions soient affectées à la couverture d'Options. Il est précisé que les nombres d'Actions apportées à l'Offre par lesdites filiales et cédées à la Société par N. M. Rothschild & Sons Limited seront définitivement arrêtés après calcul du nombre ajusté d'Actions auxquelles donnent droit les Options (voir Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse).

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

6.1. Accord d'Investissement

Tel qu'indiqué à la Section 2.1 (*Contexte et Motifs de l'Offre*) du Projet de Note en Réponse, l'Accord d'Investissement a été conclu le 13 février 2023, et amendé le 9 mai 2023, entre les membres du Concert, incluant l'Initiateur.

L'Initiateur a décrit l'Accord d'Investissement dans le Projet de Note d'Information selon les termes suivants :

Lancement de l'Offre

L'Accord d'Investissement prévoit :

- le dépôt de l'Offre par l'Initiateur auprès de l'AMF, pour le compte du Concert, sous réserve de l'obtention des autorisations réglementaires requises telles que présentées à la Section 2.1.4 (*Autorisations réglementaires*) du Projet de Note en Réponse ;
- un engagement de chacun des membres du Concert de n'effectuer aucune démarche qui serait susceptible de porter atteinte à l'Offre ;
- un engagement de chacun des membres du Concert de prendre les mesures utiles et de coopérer

⁴² Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse

⁴³ Étant précisé que ce nombre d'Actions a été calculé en tenant compte de l'ajustement des Actions sous Options, tel que décrit à la Section 2.2.5(b) (*Situation des titulaires d'Options*) du Projet de Note en Réponse

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

avec la Société et l'Initiateur en vue de l'obtention des autorisations réglementaires requises en relation avec l'Offre ;

- les modalités de financement de l'Offre par les membres du Concert, telles que décrites ci-dessous ; et
- un engagement de coopération des membres du Concert dans le cadre de l'Offre.

Financement de l'Offre

L'acquisition des Actions dans le cadre de l'Offre (et dans le cadre du Retrait Obligatoire le cas échéant) sera partiellement financée par les sommes que l'Initiateur et certains membres du Concert se sont engagés à mettre à disposition de Natixis en sa qualité de banque présentatrice et garante de l'Offre.

Ces sommes seront utilisées pour acquérir des Actions, directement sur le marché ou dans le cadre de la procédure d'Offre semi-centralisée. Les Actions acquises seront réparties entre les membres du Concert conformément aux règles d'allocation suivantes (les « **Règles d'Allocation** ») :

1. **1^{ère} tranche** : les Actions seront tout d'abord exclusivement attribuées à l'Initiateur jusqu'à ce que sa participation atteigne 50,1 % du capital social de la Société (sur une base entièrement diluée) ;
2. **2^{ème} tranche** : une fois l'objectif fixé dans la 1^{ère} tranche atteint, les Actions seront ensuite attribuées à Groupe Industriel Marcel Dassault, Mousseshield, L.P., Giuliani Investimenti S.A. et Peugeot Invest Assets à parts égales jusqu'à ce que leurs participations respectives aient chacune atteint 5,1 % du capital social de la Société (sur une base entièrement diluée) ;
3. **3^{ème} tranche** : une fois l'objectif fixé dans la 2^{ème} tranche atteint, les Actions seront ensuite attribuées à DKTRANS S.à r.l., Norbert Dentressangle Investissements, Monsieur Hubertus von Baumbach et les entités liées à la famille Rothschild anglaise (dont Hannah Rothschild) (Fondation Berma, The Rothschild Foundation, Rothschild Foundation (Hanadiv) Europe, Five Arrows Investments Limited et Trust Corporation of the Channel Islands Limited Private and Corporate Trustees Limited and Directors One Limited as Trustees of the Emily and Amelia Trust – J Fund) à parts égales jusqu'à ce que leurs participations aient atteint respectivement 892.727 Actions pour DKTRANS S.à r.l., 518.135 Actions pour Norbert Dentressangle Investissements, 609.190 Actions pour Monsieur Hubertus von Baumbach, et un total de 1.295.337 Actions pour les entités liées à la famille Rothschild anglaise (dont Hannah Rothschild) ; et
4. **4^{ème} tranche** : une fois l'objectif fixé dans la 3^{ème} tranche atteint, les Actions seront allouées à Rothschild & Co Partners jusqu'à ce que sa participation ait atteint 9,7% du capital social de la Société (sur une base entièrement diluée telle qu'évaluée à la date du Projet de Note d'Information en tenant compte des Actions déjà détenues ou devant être détenues conformément à ce qui est décrit à la Section 6.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de la Note en Réponse), le solde étant alloué à Concordia.

Afin de financer partiellement l'acquisition des Actions visées par l'Offre, l'Initiateur bénéficiera également de financements bancaires externes tels que décrits à la Section 2.11 (*Mode de financement de l'Offre*) du Projet

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

de Note d'Information.

Engagements concernant le Groupe

L'Accord d'Investissement prévoit un engagement de l'Initiateur et des Investisseurs Existants, dans la limite de leurs pouvoirs, de faire en sorte que la Société soit gérée dans le cours normal des affaires jusqu'à la clôture de l'Offre.

Autres engagements

L'Accord d'Investissement prévoit enfin que :

- les membres du Concert concluront le Pacte d'Actionnaires (tel que décrit à la Section 6.2 (*Pacte d'Actionnaires*) du Projet de Note en Réponse) ;
- les membres du Concert, pendant toute la durée de l'Accord d'Investissement, ne peuvent acquérir ou céder, des Actions sans l'accord préalable des autres membres du Concert et sauf dans les cas prévus par l'Accord d'Investissement ;
- Rothschild & Co Partners pourra se voir consentir des engagements par certains Partners de lui transférer par voie d'apport ou de cession des Actions du Groupe, y compris les Actions susceptibles de leur être remises à la suite de l'exercice d'Options, de RSU ou de NCI (tels que décrits à la Section 6.5 (*Transfer d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note en Réponse) ; et
- des promesses d'achat et des promesses de vente portant sur les Actions Dutreil pourront être conclues entre l'Initiateur et les détenteurs d'Actions Dutreil (telles que décrites à la Section 6.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) du Projet de Note en Réponse).

6.2. Pacte d'Actionnaires

Tel qu'indiqué à la Section 2.1 (*Contexte et Motifs de l'Offre*) du Projet de Note en Réponse, le Pacte d'Actionnaires a été conclu le 8 juin 2023 entre les membres du Concert, incluant l'Initiateur. Il a fait l'objet d'une communication par l'AMF en date du 13 juin 2023 conformément aux dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce⁴⁴.

Les principaux termes du Pacte d'Actionnaires sont décrits à la Section 1.3.2 (*Pacte d'Actionnaires*) du Projet de Note d'Information et rappelés ci-après.

Gouvernance de la Société

Les stipulations du Pacte d'Actionnaires relatives à la gouvernance de la Société complètent les stipulations figurant dans les statuts de la Société.

⁴⁴ Cf. document AMF n°223C0873.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Comme annoncé à la Section 1.2.3 (*Composition des organes sociaux et direction de la Société*) du Projet de Note d'Information, à l'issue de l'Offre, y compris, le cas échéant, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, la Société conservera une gouvernance duale mais la composition du Conseil de Surveillance sera remaniée afin de refléter le nouvel actionariat de la Société.

En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, le Conseil de Surveillance sera composé comme suit : (i) une majorité de membres proposés par l'Initiateur, dont au moins un membre indépendant, (ii) un membre proposé par Rothschild & Co Partners, (iii) un membre proposé par chaque autre partie au Pacte d'Actionnaires détenant plus de 5% du capital de la Société et (iv) deux représentants des salariés conformément à la réglementation applicable. En cas de dilution passive d'un actionnaire portant sa participation à un montant inférieur à 5% du capital de la Société, l'actionnaire conservera son droit de proposer la désignation d'un membre au sein du Conseil de Surveillance visé au (iii) tant qu'il détient au moins 2,5% du capital de la Société. En l'absence de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les mêmes principes s'appliqueront, étant précisé qu'afin de déterminer si un actionnaire a le droit de proposer un membre au sein du Conseil de Surveillance conformément au (iii) susvisé, il ne sera pas fait référence au pourcentage effectif de sa participation dans la Société mais au pourcentage de détention que l'actionnaire aurait eu en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Dans cette hypothèse, la composition du Conseil de Surveillance pourrait ne pas être conforme aux recommandations du Code AFEP-MEDEF en termes de nombre de membres indépendants.

Le rôle du Conseil de Surveillance sera essentiellement consultatif, sous réserve de certaines décisions qui requerront son autorisation préalable à la majorité qualifiée des trois-quarts. Ses travaux seront assistés par quatre comités spécialisés : un comité d'audit, un comité des nominations et des rémunérations, un comité des risques et un comité de développement durable. Chaque actionnaire ayant la faculté de proposer la désignation d'un membre au sein du Conseil de Surveillance conformément au (iii) susvisé pourra demander que son représentant soit également membre d'au moins un comité spécialisé.

Transfert d'Actions et clauses de sortie

Le Pacte d'Actionnaires instaure les principes suivants, restreignant le transfert des Actions : (i) une clause d'incessibilité (sous réserve de certaines exceptions, notamment s'agissant des transferts effectués au bénéfice d'un affilié de l'actionnaire cédant, dont celui-ci détient plus de 50% du capital et des droits de vote et dont il garde le contrôle exclusif) pendant une période de 8 ans suivant la date de règlement-livraison de l'Offre ; (ii) à l'issue de la période d'incessibilité, une clause de liquidité permettant aux actionnaires (à l'exception notamment de l'Initiateur) de transférer tout ou partie de leurs Actions pour autant qu'elles représentent au moins 1% du capital social de la Société, et sous réserve du respect d'un droit de premier refus de l'Initiateur (par exception, tout actionnaire détenant ou venant à détenir moins d'un pour cent (1%) du capital social de la Société peut transférer l'intégralité de ses Actions (et seulement l'intégralité) durant cette même période) ; (iii) une clause d'agrément préalable du gérant statutaire de la Société, applicable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ; (iv) une promesse de vente consentie par les parties au Pacte d'Actionnaires (autres que l'Initiateur et Rothschild & Co Partners) au bénéfice de l'Initiateur et portant sur l'intégralité de leurs Actions, mise en jeu si elles viennent à connaître un changement de contrôle ; (v) un droit de sortie conjointe totale des actionnaires autres que l'Initiateur pouvant être actionné si l'Initiateur vient à détenir moins de 34% du capital de la Société, ou si la famille Rothschild cesse de détenir plus de 50% du capital social de l'Initiateur, ou encore si la Branche Française de la famille Rothschild cesse de contrôler Rothschild & Co Gestion ou tout autre gérant statutaire de la Société ; et (vi) une obligation de sortie totale aux termes de laquelle l'Initiateur peut forcer les autres actionnaires à céder leurs Actions en cas d'offre d'acquisition d'un tiers portant sur 100% du capital social

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

de la Société, ou en cas de cession de 100% du capital de l'Initiateur, ou encore en cas de cession par la Branche Française de la famille Rothschild de 100% de ses intérêts dans la Société. Toutes ces dispositions entreront en vigueur à la date du règlement-livraison de la procédure semi-centralisée de l'Offre.

Le Pacte d'Actionnaires inclut une clause de détermination annuelle de la valeur des titres de la Société reposant sur une formule agréée devant être appliquée par un expert financier indépendant prenant en compte le multiple de la valeur d'actif net comptable tangible ajusté induit par le prix de l'Offre, ainsi que la valeur de la Société sur une base multicritères. Cette valeur sert de prix de référence sur lequel les actionnaires seront réputés avoir donné leur accord définitif et irrévocable notamment pour l'application de la clause d'agrément (pour la détermination du prix de cession en cas de refus d'agrément) et de la promesse de vente en cas de changement de contrôle. Dans ce cadre, il est précisé que les parties au Pacte d'Actionnaires ne bénéficieront d'aucun mécanisme contractuel susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du prix de l'Offre par Action (net du Dividende 2022 et de la Distribution Exceptionnelle) ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, aux termes du Pacte d'Actionnaires, les parties bénéficient d'un droit d'anti-dilution en cas d'augmentation de capital de toute nature (y compris les augmentations de capital rémunérant les fusions et les apports en nature).

Durée du Pacte d'Actionnaires

La durée du Pacte est de quinze ans, étant précisé que le Pacte d'Actionnaires sera automatiquement résilié dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre au plus tard au troisième (3ème) anniversaire de la date de règlement-livraison de l'Offre. Dans cette hypothèse, les parties (autres que l'Initiateur) ne seraient tenues que par une clause de liquidité d'une durée d'un an aux termes de laquelle elles ne pourraient céder qu'une quote-part de leurs Actions représentant au moins 1% du capital de la Société, sous réserve de respecter un droit de premier refus de l'Initiateur (et avec la même exception susmentionnée pour tout actionnaire détenant ou venant à détenir moins d'un pour cent (1%) du capital social de la Société).

6.3. Engagements d'apport des Actions à l'Offre

Certains actionnaires de la Société se sont engagés au bénéfice de l'Initiateur à apporter leurs Actions à la procédure semi-centralisée de l'Offre, soit 2.113.165 Actions représentant 2,7 % du capital de la Société⁴⁵.

Ces engagements d'apport sont révocables si une offre concurrente a été déclarée conforme par l'AMF et ouverte, et que l'Initiateur (ou l'une de ses entités affiliées) ne dépose pas ou n'annonce pas son intention de procéder au dépôt d'une offre concurrente en surenchère dans les quinze jours ouvrés suivant l'ouverture de ladite offre concurrente.

6.4. Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil

Ainsi qu'il est indiqué à la Section 1 (*Présentation de l'Offre*) du Projet de Note en Réponse, les Actions

⁴⁵ Sur la base d'un nombre total de 77.102.666 Actions de la Société au 28 juin 2023.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dutreil sont soumises à un engagement de conservation en cours en application des dispositions de l'article 787 B du CGI au titre d'accords conclus antérieurement à l'annonce du projet d'Offre. Ces engagements de conservation prendront fin entre le 13 décembre 2023 et le 14 décembre 2027.

L'Initiateur entend conclure avec les actionnaires titulaires des Actions Dutreil (les « **Titulaires d'Actions Dutreil** ») un mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme de Liquidité** ») tel que décrit dans les termes suivants à la Section 1.3.4 (*Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil*) du Projet de Note d'Information.

En vertu du Mécanisme de Liquidité, chaque Titulaire d'Actions Dutreil consentirait à l'Initiateur une promesse de vente, exerçable à compter de la Date de Disponibilité (telle que définie ci-après), suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente, et à défaut d'exercice de celle-ci.

La « **Date de Disponibilité** » correspondrait au jour où les Actions Dutreil faisant l'objet d'un Mécanisme de Liquidité deviendront disponibles, c'est-à-dire au terme des engagements de conservation en application des dispositions de l'article 787 B du CGI. En cas d'exercice d'une promesse, le prix d'exercice serait déterminé en cohérence avec le prix de l'Offre (net du Dividende 2022 et de la Distribution Exceptionnelle), sur la base d'une formule prenant en compte le multiple de la valeur d'actif net comptable tangible ajusté induit par le prix de l'Offre, ainsi que la valeur de la Société sur une base multicritères. S'agissant des promesses exercées avant la disponibilité de ladite valorisation sur la base des comptes de la Société pour l'exercice 2023, elles le seraient au prix de 38,60 euros. À compter de la signature des Mécanismes de Liquidité, les Actions Dutreil faisant l'objet du Mécanisme de Liquidité seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de Commerce, et seront exclues du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre par l'Initiateur si les conditions légales sont remplies.

En cas d'exercice du Mécanisme de Liquidité, les porteurs d'Actions Dutreil ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti. Il est précisé qu'aucun mécanisme contractuel n'est susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du prix de l'Offre par Action ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, ou (iii) de mettre en évidence une clause de prix de cession garanti en faveur des Titulaires d'Actions Dutreil.

La conclusion de ce Mécanisme de Liquidité entre l'Initiateur et les Titulaires d'Actions Dutreil sera rendue publique sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur, notamment au titre de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF. Cette information sera également publiée, en français et en anglais, sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et sera ainsi accessible aux Actionnaires Américains.

6.5. Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners

Comme annoncé par l'Initiateur, en vue de renforcer l'alignement d'intérêts de la Société et des Partners, les Partners du Groupe ont l'intention de se regrouper au sein de la société Rothschild & Co Partners, nouvellement créée à cette fin et visant à détenir une participation significative et de long terme dans la Société.

Rothschild & Co Gestion est l'actionnaire unique de Rothschild & Co Partners jusqu'à la réalisation des transferts décrits ci-dessous et à la Section 1.3.5 (*Transfert d'Actions à Rothschild & Co Partners*) du Projet de Note d'Information et a vocation à conserver une action de préférence au capital de Rothschild & Co Partners.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Les Partners et Rothschild & Co Partners envisagent de conclure des engagements réciproques au titre desquels les Partners s'engagent à transférer à Rothschild & Co Partners, et Rothschild & Co Partners s'engage à acquérir, un total de 6.002.746 Actions, au travers d'apports en nature, fusions et cessions. Ce total d'Actions inclut les Actions Bloquées, les Actions qui seront issues des RSU, de l'exercice d'Options et de la remise d'Actions résultant des NCI.

La conclusion de ces engagements réciproques entre les Partners et Rothschild & Co Partners et, le cas échéant, la réalisation en cours de période d'Offre de ces transferts d'Actions seront rendues publiques sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur, notamment au titre de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF. Cette information sera également publiée, en français et en anglais, sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et sera ainsi accessible aux Actionnaires Américains.

Les Actions détenues ou ayant vocation à être détenues par les Partners pendant le cours de la présente Offre à raison de l'exercice d'Options, de la remise d'Actions issues de RSU ou de NCI et ayant vocation à être transférées à Rothschild & Co Partners font l'objet d'engagements de non-apport à l'Offre par les Partners ainsi que d'instructions de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre et ne sont, en conséquence, pas visées par l'Offre.

Les cessions d'Actions à Rothschild & Co Partners se feront pour un prix de 38,60 euros par Action, égal au prix de l'Offre (net du Dividende 2022 et de la Distribution Exceptionnelle) ; les apports en nature et les fusions seront réalisés sur la base d'une parité valorisant les Actions apportées à 38,60 euros par Action et valorisant les titres Rothschild & Co Partners sur la base de son actif, (en retenant à cet effet une valeur pour les Actions de la Société de 38,60 euros par Action (égale au prix de l'Offre net du Dividende 2022 et de la Distribution Exceptionnelle)), diminué de sa dette nette.

Dans le cadre des transferts d'Actions à Rothschild & Co Partners, les Partners ne bénéficieront d'aucun mécanisme contractuel susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du prix de l'Offre par Action (net du Dividende 2022 et de la Distribution Exceptionnelle) ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, certains Partners souscriront en numéraire au capital de Rothschild & Co Partners.

Rothschild & Co Partners est une société fermée. Postérieurement à la clôture de l'Offre et, le cas échéant, au Retrait Obligatoire, la liquidité se fera essentiellement entre les Partners entrants et sortants, et selon une valorisation déterminée en cohérence avec le prix de l'Offre (net du Dividende 2022 et de la Distribution Exceptionnelle), sur la base d'une formule prenant en compte le multiple de la valeur d'actif net comptable tangible ajusté induit par le prix de l'Offre, ainsi que la valeur de la Société sur une base multicritères⁴⁶.

⁴⁶ Soit la même méthode de valorisation des Actions que celle inscrite dans le Pacte d'Actionnaires et présentée à la Section 6.2 du Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.6. Autres accords dont la Société a connaissance

À l'exception des accords décrits à la Section 1.3 (*Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre*) du Projet de Note d'Information et dont la description est reprise au sein de cette Section 6 du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève à 154.205.332 euros, divisé en 77.102.666 d'Actions d'une valeur nominale de 2,00 euros chacune.

Le tableau ci-après présente le capital social et les droits de vote de la Société au 29 juin 2023⁴⁷ :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Rothschild & Co Concordia	29.945.857	38,8 %	56.018.065	47,0 %
Rothschild & Co Gestion	1	0,0 %	2	0,0 %
Holding Financier Jean Goujon	4.057.079	5,3 %	8.114.158	6,8 %
Famille Maurel	4.311.972	5,6 %	8.623.944	7,2 %
François Henrot (incluant FH GFA)	842.470	1,1 %	1.684.930	1,4 %
Groupe Industriel Marcel Dassault	1.800.000	2,3 %	3.600.000	3,0 %
Giuliani Investimenti S.A.	556.086	0,7 %	556.086	0,5 %
Hubertus von Baumbach	309.190	0,4 %	309.190	0,3 %
DKTRANS S.à r.l.	739.877	1,0 %	739.877	0,6 %
Rothschild & Co Partners	-	-	-	-
Norbert Dentressangle Investissements	-	-	-	-
Peugeot Invest Assets	-	-	-	-
Mousseshield, L.P.	-	-	-	-
Entités liées à la famille Rothschild anglaise (Hannah Rothschild)	-	-	-	-
Total du Concert	42.562.532	55,2 %	79.646.252	66,8 %

⁴⁷ Sur la base d'un nombre total de 77.102.666 Actions et 119.225.492 droits de vote théoriques de la Société au 28 juin 2023. 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 droit de vote.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Auto-détention	3.010.274	3,9 %	3.010.274	2,5 %
Autres Actions d'autocontrôle	1.815.187	2,4 %	1.815.187	1,5 %
Flottant	29.714.673	38,5 %	34.753.779	29,1 %
Total	77.102.666	100%	119.225.492	100%

Les situations des titulaires d'Options, de NCI et de RSU (sont respectivement décrites aux Sections 2.2.5(b), 2.2.5(c) et 2.2.5(d) du Projet de Note en Réponse.

À l'exception des Actions et mécanismes d'intéressement décrits au 2.2.5 (*Situation des titulaires d'instruments d'intéressement au capital de la Société*) du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables.

En plus des franchissements de seuils légaux décrits ci-dessus, l'article 7.3 des statuts de la Société impose une obligation de déclaration à tout actionnaire qui viendrait à détenir un pourcentage supérieur au seuil de 1 % du capital ou des droits de vote de la Société, et tout multiple de ce pourcentage.

Transfert d'Actions et exercice du droit de vote

A la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire aux transferts des Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.2.2. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

À l'exception des clauses du Pacte d'Actionnaires décrites à la Section 6.2 (*Pacte d'Actionnaires*) du Projet de Note en Réponse et qui entreront en vigueur à la date du règlement-livraison de la procédure semi-centralisée de l'Offre, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, de clause prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Au 29 juin 2023, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 (*Structure et répartition du capital de la Société*) ci-dessus.

À date du Projet de Note en Réponse, au cours des douze (12) derniers mois, outre les déclarations de franchissements de seuils décrites à la Section 2.1.3 (*Déclarations de franchissements de seuils et d'intentions de*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

l'Initiateur et du Concert) du Projet de Note en Réponse, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 7.3 des statuts de la Société :

- Le 3 octobre 2022, Global Alpha Capital Management Ltd., agissant en sa qualité de société de gestion de portefeuille pour le compte de ses clients, a déclaré contrôler, directement et indirectement, 3.088.136 Actions, représentant 3,9 % du capital de la Société et contrôler 2,8% des droits de vote exerçables.
- Le 7 novembre 2022, Global Alpha Capital Management Ltd., agissant en sa qualité de société de gestion de portefeuille pour le compte de ses clients, a déclaré contrôler, directement et indirectement, 3.149.638 Actions, représentant 4,1 % du capital de la Société, et contrôler 2,8% des droits de vote exerçables.
- Le 26 juin 2023, Groupe Industriel Marcel Dassault a déclaré détenir directement 1.800.000 Actions, représentant 2,33 % du capital de la Société, et 3.600.000 droits de vote, représentant 3,07 % du nombre total de droits de vote théoriques de la Société.

En outre, il est à signaler que, depuis le 27 mars 2023, plusieurs déclarations d'achat et de vente effectués pendant une offre publique ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF en application de l'article 231-46 de son règlement général.

Enfin, comme indiqué à la Section 2.8 du Projet de Note d'Information et la Section 2.1.2 (*Acquisitions d'Actions avant ouverture de l'Offre*) du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention d'acquérir, par l'intermédiaire de Natixis, des Actions, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant à maximum 30 % du nombre d'Actions visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 8.181.732 Actions, au prix de l'Offre (net du Dividende 2022 dont le détachement est intervenu le 29 mai 2023 et incluant, jusqu'à sa date de détachement, le montant de la Distribution Exceptionnelle), soit au prix de 46,60 euros par Action, puis au prix de 38,60 euros par Action à compter de la date de Détachement de la Distribution Exceptionnelle.

De telles acquisitions seront déclarées chaque jour à l'AMF et publiées sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur. Elles seront également publiées, en français et en anglais, sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et sera ainsi accessible aux Actionnaires Américains.

7.4. Liste des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Le capital de la Société est exclusivement composé d'Actions, toutes de même catégorie.

La Société n'a émis aucune Action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

L'article 11.1 des statuts de la Société prévoit toutefois que le propriétaire de toute action entièrement libérée, inscrite depuis deux ans au moins au nominatif, au nom du même titulaire, disposera de deux voix par action, sans limitation. En cas d'augmentation de capital, par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées à un actionnaire à raison des actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. Le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai prévu ci-dessus. Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action qui fera l'objet d'un transfert pour toute autre cause.

Il est précisé que l'Initiateur détient 26.072.208 Actions assorties d'un droit de vote double.

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la date du Projet de Note en Réponse, 237.414 Actions sont détenues par le FCPE Rothschild & Co, lesquelles Actions sont visées par l'Offre.

Le FCPE Rothschild & Co est géré par un conseil de surveillance.

Le conseil de surveillance du FCPE Rothschild & Co se réunira pour se prononcer, le cas échéant, sur un apport des Actions du FCPE Rothschild & Co à l'Offre.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

À l'exception des accords décrits à la Section 6 (*Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre*) du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance, à ce jour, d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance

Conformément aux statuts de la Société, le Conseil de Surveillance est composé de six (6) à dix-huit (18) membres, actionnaires de la Société. Ils sont nommés et révoqués par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires de la Société. La durée du mandat de chaque membre du Conseil de Surveillance est de trois années (renouvelables).

Les règles de nomination (y compris en cas de vacance) et de révocation des membres du Conseil de Surveillance résultent des dispositions légales applicables aux sociétés en commandite par actions, des statuts de la Société ainsi que des dispositions du Pacte d'Actionnaires décrites à la Section 6.2 (*Pacte d'Actionnaires*) du Projet de Note en Réponse qui entreront en vigueur à la date du règlement-livraison de la procédure semi-centralisée de l'Offre.

L'assemblée générale ordinaire des actionnaires de la Société alloue une rémunération au Conseil de Surveillance qui la répartit ensuite librement, en tout ou partie, entre ses membres.

Un ou plusieurs censeurs peuvent également être nommés pour une période de trois ans, leurs fonctions prenant fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit censeur. Le Conseil de Surveillance peut également leur allouer une rémunération.

Il est précisé à la Section 1.3.2 relative au Pacte d'Actionnaires dans le Projet de Note d'Information, telle que reprise à la Section 6.2 du présent Projet de Note en Réponse, que la composition du Conseil de Surveillance serait remaniée afin de refléter le nouvel actionariat de la Société :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, le Conseil de Surveillance de la Société sera ainsi composé comme suit :*
 - (i) une majorité de membres proposés par l'Initiateur, dont au moins un membre indépendant, (ii) un membre proposé par Rothschild & Co Partners, (iii) un membre proposé par chaque autre partie au Pacte d'Actionnaires détenant plus de 5% du capital de la Société et (iv) deux représentants des salariés conformément à la réglementation applicable. En cas de dilution passive d'un actionnaire portant sa participation à un montant inférieur à 5% du capital de la Société, l'actionnaire conservera son droit de proposer la désignation d'un membre au sein du Conseil de Surveillance visé au (iii) tant qu'il détient au moins 2,5% du capital de la Société.
- *En l'absence de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les mêmes principes s'appliqueront, étant précisé qu'afin de déterminer si un actionnaire a le droit de proposer un membre au sein du Conseil de Surveillance conformément au (iii) susvisé, il ne sera pas fait référence au pourcentage effectif de sa participation dans la Société mais au pourcentage de détention que l'actionnaire aurait eu en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Dans cette hypothèse, la composition du Conseil de Surveillance pourrait ne pas être conforme aux recommandations du Code AFEP-MEDEF en termes de nombre de membres indépendants.*

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément aux statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire, se réunissant conformément aux dispositions des statuts de la Société⁴⁸, est compétente pour modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions, étant précisé que conformément à l'article 11.1 des statuts de la Société, aucune décision de l'assemblée générale n'est valablement prise si elle n'est pas approuvée par les associés commandités en principe avant l'assemblée générale et, en tout état de cause, au plus tard avant la clôture de celle-ci⁴⁹. Les décisions relevant de la compétence des associés commandités sont adoptées à l'unanimité, sauf en cas de transformation de la Société en société anonyme ou en société à responsabilité limitée qui n'exige que la majorité des associés commandités.

L'article 5 des statuts de la Société prévoit toutefois que le siège social de la Société peut être transféré sur tout le territoire français par simple décision du gérant statutaire de la Société qui, dans ce cas, est habilitée à modifier les statuts en conséquence.

Il est également précisé que l'assemblée générale peut déléguer sa compétence en matière de mise en conformité des statuts avec les dispositions légales et réglementaires applicables, conformément aux dispositions de l'article L. 225-36 du code de commerce.

Il est également précisé que, toute opération ayant ou pouvant avoir pour objet ou pour effet de remettre

⁴⁸ Les Assemblées générales sont convoquées par le Gérant ou le Conseil de Surveillance et délibèrent, dans les conditions fixées par la loi, à la majorité simple des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés pour les Assemblées générales ordinaires ou à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés pour les Assemblées générales extraordinaires.

⁴⁹ À l'exception de la nomination et la révocation des membres du Conseil de Surveillance, la nomination et la révocation des Commissaires aux comptes, la distribution des dividendes de l'exercice et l'approbation des conventions soumises à autorisation.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

en cause de manière fondamentale :

- l'indépendance du Groupe ou sa tradition d'excellence ;
- son attachement à la famille Rothschild ou le rôle que celle-ci y tient ;
- son utilisation du nom Rothschild ; ou
- le fait que les activités prépondérantes du Groupe sont les activités financières,

sera soumise à l'accord des associés commandités, y compris dans les cas où cette opération ne nécessiterait par l'accord de l'assemblée générale des actionnaires.

7.8. Pouvoirs du Gérant et Conseil de Surveillance, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Outre sa qualité d'associé commandité de la Société, Rothschild & Co Gestion, société par actions simplifiée au capital de 60.000 euros dont le siège social est 3, rue de Messine 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 537 770 943 (« **Rothschild & Co Gestion** » ou le « **Gérant** ») est le seul gérant et représentant légal de la Société, nommée par les statuts de Rothschild & Co en qualité de premier gérant statutaire pour la durée de la Société. En tant que gérant, Rothschild & Co Gestion assure la conduite générale des affaires de la Société et dispose des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom et pour le compte de la Société.

En particulier, Rothschild & Co Gestion:

- détermine les orientations stratégiques de la Société et des entités du Groupe sur une base consolidée ;
- supervise l'information comptable et financière et pilote le contrôle interne de la Société et des entités du Groupe sur une base consolidée ;
- détermine les fonds propres réglementaires de la Société et des entités du Groupe sur une base consolidée ;
- arrête les comptes annuels, consolidés et semestriels de la Société ;
- fixe l'ordre du jour et prépare les projets de résolutions des assemblées générales de la Société; et
- convoque les assemblées générales de la Société.

Le président exécutif de Rothschild & Co Gestion (le « **Président Exécutif** ») dispose des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de Rothschild & Co Gestion, y compris en sa qualité de Gérant de la Société, sous réserve des pouvoirs attribués à la collectivité des associés de Rothschild & Co Gestion conformément au droit applicable ou aux statuts de Rothschild & Co Gestion. Le Président Exécutif est le seul représentant légal de Rothschild & Co Gestion.

Le Conseil de Surveillance exerce les fonctions prévues par la loi. Il assume le contrôle permanent de la gestion de la Société en ce compris notamment le système de *reporting* de l'information financière et comptable ainsi que le dispositif de contrôle interne en matière de risques, conformité et audit interne, conformément aux exigences légales et réglementaires applicables à la Société, notamment en sa qualité de société cotée et de compagnie financière holding. Les pouvoirs du Conseil de Surveillance sont décrits à l'article 10.2 des statuts de la Société.

Outre les pouvoirs qui lui sont confiés par la loi, le Conseil de Surveillance se prononce conformément à l'article 10.2.3 des statuts de la Société :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- par voie d'avis consultatif au Gérant sur :
 - (i) les orientations stratégiques, le budget annuel et le plan d'affaires à trois ans de l'ensemble du Groupe,
 - (ii) tout investissement dans toute organisation ou entreprise, toute acquisition, échange ou cession d'actions, de propriété, de créances ou d'actifs de la Société ou d'une société qu'elle contrôle, qui ne s'inscrivent pas dans le cours normal des activités de l'entreprise, d'un montant excédant 50 millions d'euros étant précisé que, pour toute opération impliquant uniquement des sociétés contrôlées par la Société, le Gérant a la possibilité de la soumettre ou non à l'avis consultatif du Conseil de Surveillance, et
 - (iii) toute initiative stratégique ou réorientation majeure de l'activité du Groupe ; et

- par voie de recommandation aux actionnaires sur la politique de dividendes de la Société.

De plus, le Conseil de Surveillance présente aux actionnaires un rapport et un avis motivé sur toute résolution soumise à l'assemblée générale des actionnaires de la Société et sur tout sujet faisant l'objet d'un rapport des Commissaires aux comptes de la Société.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le Gérant bénéficie des autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au Gérant	Plafond	Durée	Utilisation
Assemblée Générale Mixte du 20 mai 2021	Options de souscription ou d'achat d'actions aux salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés qui lui sont liées (résolution n°23)	6% du capital social au jour de l'assemblée générale ⁵⁰ (avec une limite spécifique de 0,74% pour les dirigeants de la Société)	38 mois	Augmentations de capital de 160.389 Actions résultant de l'exercice d'Options.
	Attribution gratuite d'actions au profit des salariés et des mandataires sociaux de la Société et des sociétés qui lui sont liées (résolution n°24)	2% du capital social au jour de la décision d'attribution	38 mois	Néant

⁵⁰ À déduire du plafond nominal global des augmentations de capital de 70 millions d'euros fixé par la 29^{ème} résolution approuvée par l'Assemblée Générale Mixte du 19 mai 2022.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au Gérant	Plafond	Durée	Utilisation
Assemblée Générale Mixte du 19 mai 2022	Réduction de capital social par annulation des actions auto-détenues (résolution n°21)	10% du capital social par période de 24 mois	26 mois	Réduction de capital le 28 novembre 2022 à la suite de l'annulation de 745. 235 Actions acquises dans le cadre du programme de rachat d'actions.
	Augmentation du capital social par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission, de fusion ou d'apport (résolution n°22)	Un montant nominal de 50 millions d'euros	26 mois	Néant
	Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital (résolution n°23)	10% du capital social ^{51,52} et un montant nominal de 200 millions d'euros (titres de créance) ^{53,54}	26 mois	Néant
	Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société avec maintien du	Un montant nominal de 70 millions d'euros (titres de capital) ⁵² et de 300 millions d'euros (titres de créance) ⁵⁴	26 mois	Néant

⁵¹ Les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription qui pourraient résulter de l'utilisation des délégations accordées aux 23^{ème} et 26^{ème} résolutions s'imputent sur le plafond nominal de 15 millions d'euros prévu par la 25^{ème} résolution votée par l'Assemblée Générale Mixte du 19 mai 2022.

⁵² Les plafonds en matière d'augmentation de capital fixés aux 23^{ème} à 28^{ème} résolutions votées par l'Assemblée Générale Mixte du 19 mai 2022 s'imputent sur le plafond nominal global de 70 millions d'euros fixé par la 29^{ème} résolution votée par l'Assemblée Générale Mixte du 19 mai 2022.

⁵³ Les émissions de valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription qui pourraient résulter de l'utilisation des délégations accordées par les 23^{ème} et 26^{ème} résolutions s'imputent sur le plafond de 200 millions d'euros prévu par la 25^{ème} résolution votée par l'Assemblée Générale Mixte du 19 mai 2022.

⁵⁴ Les plafonds en matière d'émission de valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital fixés aux 23^{ème} à 27^{ème} résolutions s'imputent sur le plafond nominal global de 300 millions d'euros fixé par la 29^{ème} résolution votée par l'Assemblée Générale du 19 mai 2022.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au Gérant	Plafond	Durée	Utilisation
	droit préférentiel de souscription (résolution n°24)			
	Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société, par offre au public, à l'exception de celle visée à l'article L.411-2, 1 du Code monétaire et financier, et/ou en rémunération de titres dans le cadre d'une offre publique d'échange, avec suppression du droit préférentiel de souscription (résolution n°25)	Un montant nominal de 15 millions d'euros (titres de capital) ⁵² et 200 millions d'euros (titres de créance) ⁵⁴	26 mois	Néant
	Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel dans le cadre d'une offre visée à l'article L.411-2, 1° du Code monétaire et financier (résolution n°26)	10% du capital social par an (titres de capital) ^{51,52} et 200 millions d'euros (titres de créance) ^{53,54}	26 mois	Néant
	Augmentation du nombre de titres à émettre lors d'une augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (résolution n°27)	Imputation sur le montant du plafond individuel fixé dans la résolution en vertu de laquelle est décidée l'émission initiale ^{52,54}	26 mois	Néant
	Émission d'actions ou valeurs mobilières, donnant accès immédiatement ou à terme, au capital, réservées aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise (résolution n°28)	Un montant nominal de 1 million d'euros ^{50,52}	26 mois	Néant

7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

À la connaissance de la Société, aucune convention significative conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura, de plus, pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où, à la date de dépôt du Projet de Note d'Information, cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur, agissant de concert.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant, les membres du Conseil de Surveillance ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité au Gérant, aux salariés ou aux membres du Conseil de Surveillance s'ils démissionnent ou sont révoqués ou licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance de la Société le 16 janvier 2023 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Ce rapport, en date du 4 juillet 2023, est reproduit dans son intégralité ci-dessous et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse :

[Bas de page laissé volontairement vierge]



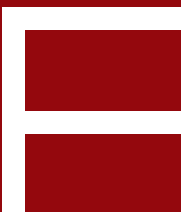
FINEXSI



Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire initiée par CONCORDIA sur les actions de la société ROTHSCHILD & Co

4 juillet 2023



SOMMAIRE

1. Contexte	5
1.1 Contexte de l'Opération	5
1.2 Contexte de notre mission	7
1.2.1 Mission du cabinet FINEXSI	7
1.3 Déclaration d'indépendance	8
1.4 Diligences effectuées.....	8
2. Présentation des activités de ROTHSCHILD & Co et de son environnement économique	10
2.1 Présentation de ROTHSCHILD & Co	10
2.1.1 Organigramme de ROTHSCHILD & Co	10
2.1.2 Forme juridique	11
2.1.3 Actionnariat de ROTHSCHILD & Co	11
2.1.4 Les instruments dilutifs	12
2.1.5 Les associés commandités et commanditaires, et le gérant.....	14
2.1.6 Le Conseil de Surveillance	15
2.1.7 Rappel de l'historique du Groupe	15
2.1.8 Présentation des activités de ROTHSCHILD & Co	17
3. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de ROTHSCHILD & Co	25
3.1.1 Présentation du marché du Conseil Financier	25
3.1.2 Présentation du marché de la gestion privée et la gestion d'actifs	30
3.1.3 Présentation du marché du capital-investissement et de la dette privée.....	38
3.1.4 Matrice SWOT.....	45
4. Analyse financière de ROTHSCHILD & Co	46
4.1 Compte de résultat consolidé de 2018 à 2022	47
4.1.1 Produit Net Bancaire.....	48
4.1.2 Résultat avant impôts	56
4.1.3 Résultat net.....	60
4.2 Résultats du premier trimestre 2023 et prévisions 2023.....	61
4.3 Bilan consolidé de 2018 à 2022.....	63
4.3.1 Actifs.....	64
4.3.2 Passifs.....	65

4.4	Réglementation bancaire.....	67
4.4.1	Présentation des accords de Bâle.....	67
4.4.2	Indicateurs réglementaires clés.....	70
5.	Evaluation des actions ROTHSCHILD & Co.....	72
5.1	Méthodes d'évaluations écartées.....	72
5.1.1	Actif Net comptable Réévalué.....	72
5.1.2	Méthode des comparables boursiers.....	72
5.1.3	Méthode des transactions comparables.....	73
5.1.4	Valeur liquidative.....	74
5.1.5	Transactions récentes sur le capital.....	74
5.2	Référence examinée.....	74
5.2.1	La référence à l'Actif Net Comptable consolidé.....	74
5.3	Méthode d'évaluation retenues.....	76
5.3.1	La référence au cours de bourse du titre ROTHSCHILD & CO (à titre principal) 76	
5.3.2	Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre Rothschild & Co.....	76
5.3.3	Analyse de la liquidité du titre ROTHSCHILD & CO.....	79
5.4	Données de référence de la Société ROTHSCHILD & CO.....	80
5.4.1	Nombre de titres retenu.....	80
5.5	Mise en œuvre de la valorisation des actions ROTHSCHILD & CO.....	81
5.5.1	La méthode d'actualisation des dividendes futurs (à titre principal).....	81
5.5.2	La méthode de la somme des parties, selon l'approche de GORDON - GROWTH (à titre principal).....	90
5.5.3	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire).....	93
5.5.4	La méthode par somme des parties selon une approche analogique des comparables boursiers (à titre indicatif).....	100
5.6	Synthèse de valorisation.....	112
6.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Etablissements Présentateurs.....	113
	NATIXIS et CRÉDIT AGRICOLE ILE DE FRANCE agissant en tant qu'Etablissements Présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'information.....	113
6.1	Choix des critères d'évaluation.....	114
6.2	Mise en œuvre des différents critères.....	114
6.2.1	Analyse du cours de bourse.....	114

6.2.2	Objectifs de cours des analystes	114
6.2.3	Données de référence	114
6.2.4	Actualisations des flux de dividendes	115
6.2.5	SOTP modèle de Gordon-Growth	117
6.2.6	SOTP méthode des multiples boursiers	118
7.	Accords connexes	121
7.1	L'Accord d'Investissement	121
7.2	Le Pacte d'Actionnaires	122
7.3	Engagements d'apport des Actions à l'Offre.....	124
7.4	Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil	124
7.5	Transfert d'Actions à ROTHSCHILD & Co Partners.....	125
7.6	Autres accords dont l'Initiateur a connaissance.....	125
8.	Analyse et appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires	126
8.1	Remarques communiquées par l'actionnaire A	127
8.1.1	S'agissant de la méthodologie retenue pour l'approche multicritère de l'action ROTHSCHILD & CO.....	127
8.1.2	S'agissant des hypothèses utilisées pour la méthode de l'actualisation des dividendes retenue	130
8.1.3	S'agissant de la méthode de la somme des parties retenue	132
8.1.4	S'agissant des distributions	133
8.1.5	S'agissant des synergies futures	133
9.	Conclusion	134
10.	Annexes.....	136
11.	Lettre de Mission	143

1. Contexte

1.1 Contexte de l'Opération

Le 6 février 2023, ROTHSCHILD & Co SCA (ci-après « **ROTHSCHILD & Co** », « **la Société** », ou « **le Groupe** ») a annoncé avoir été informée de l'intention de ROTHSCHILD & Co CONCORDIA SAS (ci-après « **CONCORDIA** » ou « **l'Initiateur** »), *holding* de la famille ROTHSCHILD et premier actionnaire de ROTHSCHILD & Co, de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions ROTHSCHILD & Co au prix de 48,0€ par action, coupons attachés, et de demander, le cas échéant, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire (ci-après « **l'Opération** » ou « **l'Offre** »). Cette intention a été confirmée le 13 février 2023 par CONCORDIA, et annoncée par la Société lors de la publication de ses résultats annuels 2022.

L'Offre est motivée par la création d'un groupe entièrement privé et s'inscrit dans la stratégie de CONCORDIA de détenir seule la majorité du capital et des droits de vote de ROTHSCHILD & Co. La famille ROTHSCHILD et la famille MAUREL seront rejointes au capital par un nombre limité d'investisseurs familiaux.

L'Offre repose également sur le constat que le développement de ROTHSCHILD & Co ne nécessite pas le maintien de sa cotation dans la mesure où aucun des métiers du Groupe ne requiert de faire appel aux marchés de capitaux. Le fonctionnement opérationnel de la Société en cas de sortie de cote serait simplifié au vu des dispositions auxquelles sont soumises les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, qui s'ajoutent aux contraintes réglementaires qui s'appliquent également au Groupe.

L'Offre vise à consolider l'indépendance de la Société et à pérenniser sa stratégie de développement tout en renforçant sa manœuvrabilité. En effet, les performances de chacun des métiers du Groupe doivent être appréciées sur le long-terme et le statut de société privée apparaît dès lors plus pertinent que celui d'une société cotée.

Cette opération vise également à renforcer l'alignement d'intérêts de la Société et des « **partners** » du Groupe.

L'Initiateur agit de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec :

- Rothschild & Co Gestion, associé commandité et gérant statutaire de la Société ;
- Des actionnaires historiques de la Société (Holding Financier Jean Goujon, deux entités liées à la famille Maurel (BD Maurel , Société Civile Paloma) et Monsieur Marc Maurel¹ (ci-après, ensemble la « **Famille Maurel** »), Monsieur François Henrot et une entité liée à ce dernier (FH GFA), Groupe Industriel Marcel Dassault , Giuliani Investimenti S.A., Monsieur Hubertus von Baumbach, et DKTRANS S.à r.l. ;
- Rothschild & Co Partners, société nouvellement créée aux fins de regrouper les « **partners** » du Groupe ainsi qu'un nombre limité de personnes avec des fonctions importantes dans le Groupe (ci-après les « **Partners** ») et ayant vocation à détenir une participation significative et de long terme dans la Société ;

¹ Étant précisé que Monsieur Marc Maurel agit de concert sans être signataire de l'Accord d'Investissement et du Pacte d'Actionnaires (tel que ces termes sont définis dans le Projet de Note d'Information).

- Norbert Dentressangle Investissements, Peugeot Invest Assets, Mousseshield, L.P. et différentes et les entités liées à la famille Rothschild anglaise (dont Hannah Rothschild) (Fondation Berma, The Rothschild Foundation, Rothschild Foundation (Hanadiv) Europe, Five Arrows Investments Limited, Trust Corporation of the Channel Islands Limited Private and Corporate Trustees Limited and Directors One Limited as Trustees of the Emily and Amelia Trust – J Fund).

L'ensemble des acteurs présentés ci-avant forment avec l'Initiateur le « **Concert** ».

Au 29 juin 2023, le Concert détenait 42 562 532 actions et 79.646.252 droits de vote représentant respectivement 55,2 % du capital et 66,8 % des droits de vote théoriques de la Société².

L'Offre, qui a été déposée le 8 juin porte donc sur la totalité des actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement par le Concert :

- Qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 34 540 134 actions et ;
- Qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, avant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, à raison de l'exercice de 157 111 options soit un nombre maximum de 189 678 actions ;

à l'exception des actions suivantes :

- 1 454 623 Actions Dutreil qui ont vocation à faire l'objet d'un mécanisme de liquidité (tel que décrit en partie 7.4) ;
- 6 002 746 actions faisant l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre et d'une instruction de blocage auprès de leurs teneurs de compte pendant la durée de l'Offre et pouvant avoir vocation à faire l'objet d'un engagement d'apport ou de cession à Rothschild & Co Partners³.

soit, à la connaissance de l'Initiateur, à la date du projet de note d'information déposé dans le cadre de l'Offre, un nombre total maximum d'actions visées par l'Offre égal à 27 272 443.

Préalablement au dépôt du projet d'Offre, ROTHSCHILD & CO a proposé à l'assemblée générale annuelle des actionnaires, qui s'est tenue le 25 mai 2023, le versement d'un dividende ordinaire de 1,40€ par action. Ce dernier a été mis en paiement le 31 mai 2023.

Par ailleurs, tel qu'annoncé le 6 février 2023 et le 10 mai 2023, ROTHSCHILD & CO mettra en œuvre, une distribution exceptionnelle de réserves de 8,00€ par action (ci-après la « **Distribution Exceptionnelle** »), votée et approuvée en AGA, après la décision de conformité de l'Autorité des Marchés financiers (AMF) sur l'Offre et avant son ouverture. En conséquence, Concordia a déposé l'Offre à un prix de 46,6€ par action (Distribution Exceptionnelle attachée). Ce prix représente 48,0€, coupons attachés, tel qu'initialement annoncé, étant relevé qu'il a été diminué du dividende ordinaire de 1,4 € mis en paiement le 31 mai 2023. Ce prix de 46,6€ serait alors ajusté à 38,6€ à compter de la date du détachement de la Distribution Exceptionnelle⁴.

² Sur la base d'un nombre total de 77.102.666 Actions et 119.225.492 droits de vote théoriques de la Société au 28 juin 2023.

³ Etant précisé que parmi ces 6 002 746 Actions, 2 780 339 Actions seront issues de l'exercice d'Options, de la livraison d'Actions au titre des RSU et des NCI.

⁴ Le dividende ordinaire et la Distribution Exceptionnelle ont été approuvés par l'Assemblée Générale du 25 mai 2023

1.2 Contexte de notre mission

1.2.1 Mission du cabinet FINEXSI

En application des dispositions prévues à l'article 261-1-I (1°, 2° et 4°) et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), le Conseil de Surveillance de la Société du 16 janvier 2023 a désigné, sur avis du Comité *ad hoc*, le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « **FINEXSI** ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire sur les titres de ROTHSCHILD & CO, et incluant la Distribution Exceptionnelle.

Dans ce cadre, notre mission a pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre du point de vue des actionnaires de ROTHSCHILD & CO y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Elle a intégré l'examen des conditions de la Distribution Exceptionnelle liée à ladite Offre. A cet effet, conformément aux termes de notre désignation par le Conseil de Surveillance, nous avons confirmé que le paiement de la Distribution Exceptionnelle n'était pas contraire à l'intérêt social et n'affectait pas la viabilité financière du Groupe compte tenu de ses objectifs de développement commercial. Cette appréciation de la Distribution Exceptionnelle prévue dans le cadre de l'Offre est l'objet du rapport émis en date du 7 mars 2023.

Le présent rapport, qui décrira les modalités de l'Opération pour les actionnaires de la Société, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 modifiée le 10 février 2020.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par la Société. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqué.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Dans le cadre de notre mission nous avons été sollicités par des actionnaires minoritaires. Ils ont fait part de leurs observations dans différents courriers électroniques et manuscrits qui ont été également transmis à la Société et ses conseils, ainsi qu'aux conseils de l'Initiateur. Nous analysons ces observations dans le corps du rapport et une synthèse est également présentée en partie 8.1 avec un renvoi aux paragraphes les concernant.

Nous précisons que le présent rapport est établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, qui définit précisément notre mission. Il ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, quand bien même l'Offre est ouverte aux actionnaires d'autres pays.

1.3 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.4 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen des conditions de la Distribution Exceptionnelle qui a fait l'objet d'un rapport distinct du 7 mars 2023 ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour ROTHSCHILD & CO, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- L'analyse des comptes consolidés et du plan d'affaires de ROTHSCHILD & CO lors d'entretiens avec le Management, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- La mise en œuvre d'une évaluation multicritère de la Société et d'analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre (NATIXIS, CADIF) ;
- La prise en compte et l'analyse des remarques formulées par les actionnaires minoritaires, ainsi que des notes d'analyste publiées postérieurement à l'annonce de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;

- L'établissement d'un rapport présenté sous la forme d'une attestation d'équité, exposant les travaux d'évaluation des actions ROTHSCHILD & CO et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre dans le contexte de l'OPAS et du Retrait Obligatoire.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le Management de la Société et les conseils de la Société et de l'Initiateur, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de ROTHSCHILD & CO, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'établissement présentateur.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses opérationnelles sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de ROTHSCHILD & CO afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces prévisions.

Concernant les autres méthodes d'évaluation nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des établissements présentateurs, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information (ci-après « le Projet de Note d'Information »). Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec leurs représentants.

Par ailleurs, nous avons échangé de façon permanente avec le comité *ad hoc* constitué des membres indépendants du Conseil de Surveillance avec lesquels nous avons tenu 13 réunions.

Il convient de préciser qu'une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

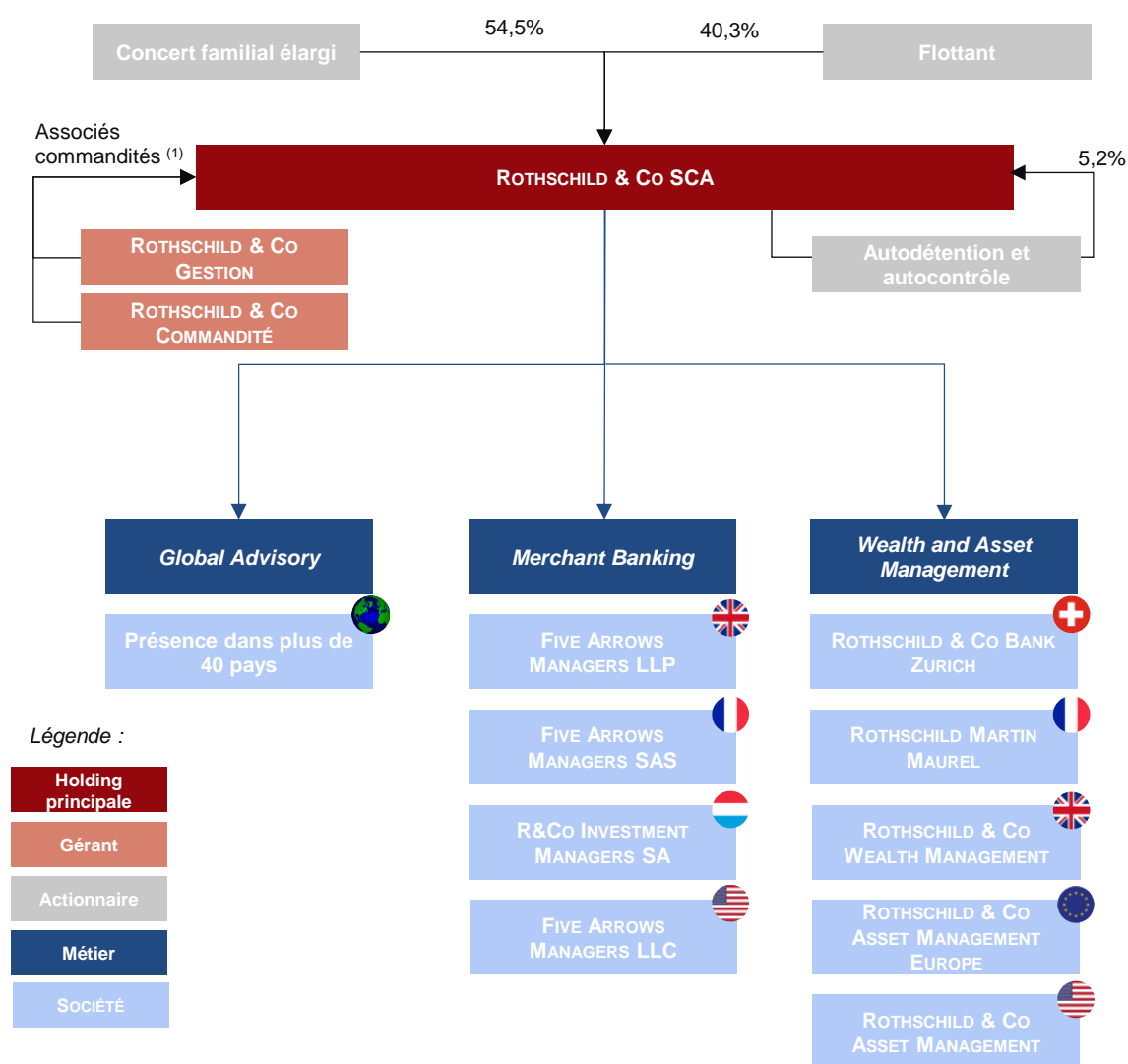
2. Présentation des activités de ROTHSCHILD & Co et de son environnement économique

2.1 Présentation de ROTHSCHILD & Co

2.1.1 Organigramme de ROTHSCHILD & Co

La structure juridique de ROTHSCHILD & Co est simplifiée ci-après :

Figure 1 - Organigramme de ROTHSCHILD & Co au 31 décembre 2022



(1) Sociétés contrôlées par la famille ROTHSCHILD

(2) Il est à noter que l'activité Asset Management aux Etats-Unis a été cédée en avril 2023

Source : Société

2.1.2 Forme juridique

Nous avons obtenu la mise à jour des statuts constitutifs de ROTHSCHILD & Co en date du 26 mai 2023. La Société a été constituée sous forme de société en commandite par actions de droit français en 2012 et est cotée sur Euronext à Paris.

La forme juridique de ROTHSCHILD & Co repose sur l'existence de deux catégories d'associées : (i) les associés commandités, ROTHSCHILD & Co GESTION⁵ (Gérant) et ROTHSCHILD & Co COMMANDITÉ⁶, qui participent à la gestion de la Société et sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes de la Société et (ii) les associés commanditaires (ou les actionnaires) qui ne sont pas impliqués dans le développement opérationnel de la Société et dont la responsabilité est limitée au montant de leur apport en cas de pertes.

2.1.3 Actionnariat de ROTHSCHILD & Co

Au 31 décembre 2022, le capital social de ROTHSCHILD & Co s'élève à 154.059.554 € répartis en 77.029.777 actions ordinaires de deux euros de valeur nominale. La Société dont le siège social est situé au 23 bis avenue de Messine 75008 Paris, est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 305 519 228.

Au 31 décembre 2022, sur les 77.029.777 actions ordinaires de la Société en circulation 40.105.010 actions disposaient d'un droit de vote double.

Nous présentons ci-après la répartition de l'actionnariat et des droits de vote de ROTHSCHILD & Co au 31 décembre 2022 :

Tableau 1 - Actionnariat de ROTHSCHILD & Co au 31 décembre 2022

Détail de l'actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote exerçables
R&Co Concordia SAS	29 945 857	38,9 %	49,8 %
Famille David de Rothschild	2 520	0,0 %	0,0 %
Famille Eric & Robert de Rothschild	12	0,0 %	0,0 %
Holding Financier Jean Goujon	4 057 079	5,3 %	7,3 %
N.M. Rothschild & Sons Limited	1 357 342	1,8 %	-
Famille Bernard Maurel	4 229 694	5,5 %	7,6 %
Autres membres du concert Familial Elargi	2 382 189	3,1 %	4,2 %
Total du Concert Familial Elargi	41 974 693	54,5 %	68,8 %
Actions autodétenues	3 533 785	4,6 %	-
Autres actions d'autocontrôle *	457 845	0,6 %	-
Autres membres du conseil de Surveillance et membres du comité Exécutif du Groupe	940 609	1,2 %	0,9 %
Flottant et autres	30 122 845	39,1 %	30,3 %
Total	77 029 777	100,0 %	100,0 %

* Hors actions N.M Rothschild & Sons Limited comptabilisées dans le Concert

Source : Société

⁵ Société par actions simplifiée immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, au capital de 60.000€ et dont le siège social est situé 3, rue de Messine, 75008 Paris

⁶ Société par actions simplifiée immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, au capital de 60.000€ et dont le siège est basé 3 rue de Messine 75008 Paris.

La part du capital flottant dans l'actionnariat de ROTHSCHILD & CO est de de 39,1%.

Au 31 décembre 2022, les options de souscriptions les options d'achat d'actions attribuées et les NCI sont les seuls autres instruments susceptibles de donner accès au capital de la Société.

L'actionnariat de ROTHSCHILD & CO a évolué comme suit au 29 juin 2023 :

Tableau 2- Actionnariat de ROTHSCHILD & Co au 29 juin 2023

Détail de l'actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote exerçables	% des droits de vote exerçables
Rothschild & Co Concordia	29 945 857	38,8 %	56 018 065	47,0 %
Rothschild & Co Gestion	1	0,0 %	2	0,0 %
Holding Financier Jean Goujon	4 057 079	5,3 %	8 114 158	6,8 %
Famille Maurel	4 311 972	5,6 %	8 623 944	7,2 %
François Henrot (incluant FH GFA)	842 470	1,1 %	1 684 930	1,4 %
Groupe Industriel Marcel Dassault	1 800 000	2,3 %	3 600 000	3,0 %
Giuliani Investimenti S.A	556 086	0,7 %	556 086	0,5 %
Hubertus Von Baumbach	309 190	0,4 %	309 190	0,3 %
DKTRANS SARL	739 877	1,0 %	739 877	0,6 %
Rothschild & Co Partners	-	-	-	-
Norbert Dentressangle Investissements	-	-	-	-
Peugeot Invest Assets	-	-	-	-
Mousseshield, L.P.	-	-	-	-
Entités liées à la famille Rothschild anglaise (Hannah Rothschild)	-	-	-	-
Concert	42 562 532	55,2 %	79 646 252	66,8 %
Auto-détention	3 010 274	3,9%	3 010 274	2,5 %
Autres Actions d'autocontrôle	1 815 187	2,4%	1 815 187	1,5 %
Flottant	29 714 673	38,5%	34 753 779	29,1 %
Total	77 102 666	100 %	119 225 492	100 %

Source : Société

2.1.4 Les instruments dilutifs

La Société possède trois types d'instruments donnant accès au capital :

- Les *stock-options* attribuées dans le cadre des plans de *stock-options* (« *Equity Schemes*⁵ ») aux Partners de la Société et de ses filiales. Pour bénéficier de ces *Equity Schemes*, un Partner doit acheter au prix de marché des actions ROTHSCHILD & CO et/ou des *Restricted Stocks Units* (ci-après « *RSU* ») et, en retour, se voit attribuer quatre Stock option pour chaque titre / *RSU* acquis. Les quatre options distribuées dans le cadre de chaque *Equity Scheme* sont classées en quatre tranches distinctes, étant précisé que les modalités du prix d'exercice appliqué aux options diffèrent selon les tranches et sont déterminées par le Gérant à la date d'attribution.

Au 31 décembre 2022, sept *Equity Schemes*⁷ ont été mis en place :

- **L'Equity Scheme 2013**, mis en place le 11 octobre 2013, avec la participation de 57 *partners* pour un nombre total d'options attribuées de 3.120.000 ;
- **L'Equity Scheme 2015**, mis en place le 9 décembre 2015, avec la participation de 10 nouveaux *partners* pour un nombre total d'options attribuées de 460.000 ;
- **L'Equity Scheme 2017**, mis en place le 13 décembre 2017, avec la participation de 20 nouveaux *partners* pour un nombre total d'options attribuées de 1.110.000 ;
- **L'Equity Scheme 2018**, mis en place le 20 juin 2018, avec la participation de 1 *partner* pour un nombre total d'options attribuées de 80.000 ;
- **L'Existing Partners Equity Scheme 2019**, implémenté le 11 octobre 2019, avec la participation de 49 *partners* actuels (qui mis en place déjà participé aux *Equity Schemes* précédents) pour un nombre total d'options attribuées de 830.000 ;
- **Le New partners Equity Scheme 2019**, mis en place le 11 octobre 2019, avec la participation de 6 nouveaux *partners* pour un nombre total d'options attribuées de 320.000 ;
- **L'Equity Scheme 2021**, mis en place le 11 octobre 2021, 14 nouveaux *partners* ont participé à cette souscription d'options pour un nombre total d'options attribuées de 550 000 ;
- Les *Non-cash Instrument (ci-après « NCI⁸ »)* sont des instruments financiers relatifs aux actions ROTHSCHILD & CO attribués aux *Material Risk Takers*⁹ pour respecter les exigences réglementaires. Les NCIs sont acquis sur une période de trois à quatre ans et, jusqu'à ceux acquis en 2022 compris, ont tous été servis en actions. Pour un petit nombre de MRT qui sont *Partners*, les NCIs qui doivent leur être servis en 2023 seront servis en actions, tous les NCIs restants devant être servis en 2023, ainsi que tous les NCIs devant être acquis et servis à partir de 2024, seront servis en numéraire ;
- Les RSU sont attribuées aux *Partners* dans le cadre des *Equity Schemes*, chaque RSU étant une promesse d'attribuer au *Partner* une action ROTHSCHILD & CO lors de l'expiration d'une période d'acquisition de 3 ou 4 ans selon l'*Equity Scheme* auquel elle est rattachée.

Les *stocks-options*, hormis ceux de l'*Equity Scheme 2013*, sont servies en actions auto-détenues par ROTHSCHILD & CO et ne feront donc pas l'objet d'émission de nouveaux titres.

⁷ Conformément à l'article L. 225-181, le prix de souscription ou d'achat d'Actions ajusté sera calculé en prenant en compte le ratio entre le montant par action de la distribution exceptionnelle et la valeur des actions qui auraient été obtenues en cas d'exercice des options avant le détachement de la distribution exceptionnelle. Cette valeur sera égale à la moyenne pondérée des cours des [5] derniers jours de bourse précédant la date de détachement de la distribution exceptionnelle. Le nombre d'actions sous options ajusté sera calculé en faisant le rapport entre (i) le produit du nombre initial d'actions sous options par le prix initial de souscription ou d'achat d'actions et (ii) le prix de souscription ou d'achat d'actions ajusté.

⁸ Pour les tranches arrivant à échéance le 30 septembre 2023, certains partenaires recevront des actions de la Société soumises à un engagement de non-apport à l'Offre et de blocage. Ces actions sont destinées à être transférées à ROTHSCHILD & CO PARTNERS, sous réserve de la conclusion des engagements réciproques de transfert d'Actions, tels que décrits à la Section [1.3.6] (Transfert d'Actions à ROTHSCHILD & CO PARTNERS). En revanche, pour d'autres les NCI seront réglés en espèces et non en actions.

⁹ « MRT » désigne les Preneurs de Risques Significatifs (ou Material Risk Takers) qui sont les membres du personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque du Groupe et/ou le profil de risque des entités régulées du Groupe.

Au 31 décembre 2022, compte tenu des différentes conditions d'exercice des instruments susmentionnés, il existe un effet potentiellement dilutif de 4.384.950 actions sur le capital de ROTHSCHILD & CO.

2.1.5 Les associés commandités et commanditaires, et le gérant

Les associés commandités

Comme indiqué ci-avant, les associés commandités sont (i) ROTHSCHILD & CO GESTION, société par actions simplifiée au capital de 60 000 euros, qui conformément aux statuts de la Société a été désignée gérant statutaire (« Gérant ») et (ii) ROTHSCHILD & CO COMMANDITÉ, société par actions simplifiée au capital de 60 000 euros.

Les associés commandités sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes de la Société. En effet, en cas de pertes et à la suite à d'une mise en demeure, la répartition entre les deux associés se fera à parts égales. Par ailleurs, en cas de bénéfice distribuable lors d'un exercice, un préciput égal à 0,5% dudit bénéfice sera attribué aux associés commandités au cours de l'exercice. En cas de perte de ce statut en cours d'exercice, le *préciput* sera déterminé au *pro rata temporis*.

Dans le cadre de leurs fonctions, les associés commandités ont le pouvoir de nommer ou de révoquer les gérants de la Société à tout moment à l'exception de ceux désignés par les statuts. Par ailleurs, aucune décision ne peut être prise par l'Assemblée Générale sans l'approbation des associés commandités à l'exception des décisions pour lesquelles les dispositions légales ou statutaires accordent une compétence exclusive aux associés commanditaires.

Toute opération pouvant avoir pour objet ou pour effet de remettre en cause l'indépendance du Groupe ou de sa tradition d'excellence, son attachement à la famille ROTHSCHILD ou son rôle, l'utilisation du nom ROTHSCHILD ou la prépondérance des activités financières dans les activités cœur du Groupe doivent être soumises à l'approbation des associés commandités.

Le gérant

En plus de son rôle d'associé commandité, ROTHSCHILD & CO GESTION a été nommé par les statuts en qualité de premier gérant statutaire et est le seul gérant et représentant légal du Groupe. Dans le cadre de ses fonctions, ROTHSCHILD & CO GESTION dispose des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom et pour le compte de la Société, conformément à la loi et aux statuts de multiples pouvoirs afin d'assurer la conduite générale des affaires. Le gérant (i) détermine les orientations stratégiques de la Société, (ii) supervise l'information comptable et financière, (iii) pilote le contrôle interne de la Société, (iv) détermine les fonds propres réglementaires de la Société et de ses filiales, (v) fixe l'ordre du jour, convoque les Assemblées Générales et prépare les projets de résolutions.

Les associés commanditaires

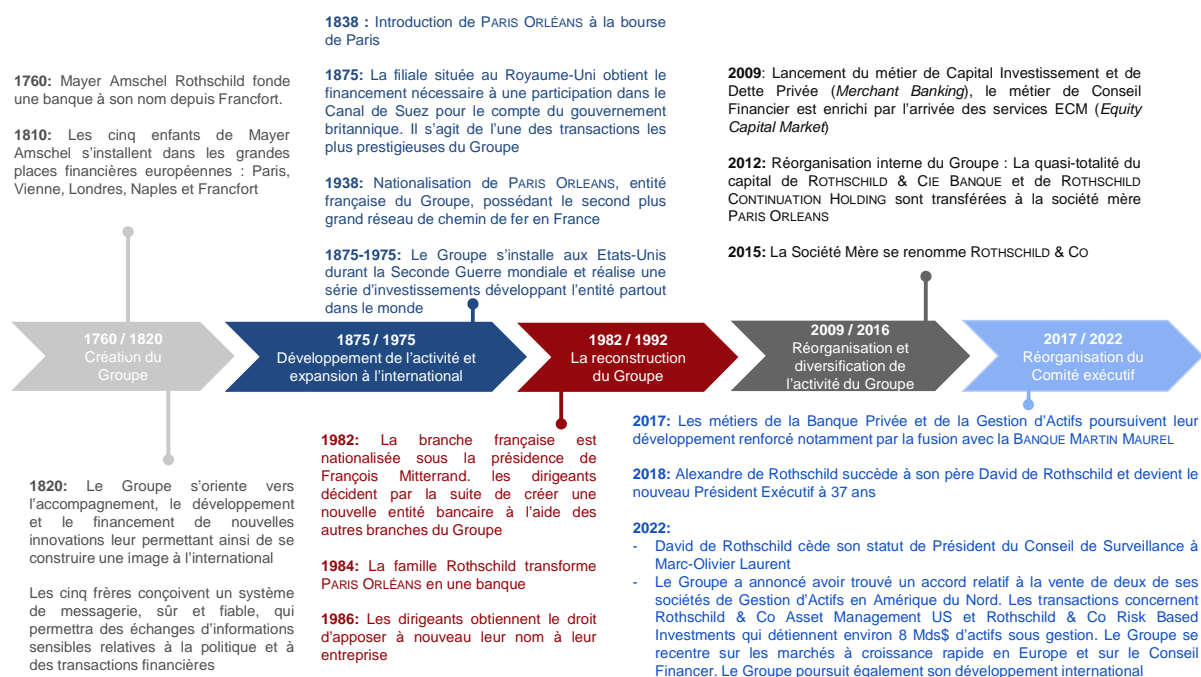
Les associés commanditaires sont des actionnaires qui ne participent pas à la gestion quotidienne de la Société mais qui, conformément à la loi, interviennent notamment dans la distribution de dividendes, l'approbation des conventions réglementées, la nomination et la révocation des membres du Conseil de Surveillance et des commissaires aux comptes.

2.1.6 Le Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance est composé de 6 à 18 membres représentant les actionnaires, ils sont élus et révoqués par l'Assemblée Générale qui fixe la durée de leur mandat. Afin de réaliser leurs différentes missions de contrôle interne du Groupe, le Conseil de Surveillance est accompagné du Comité des Risques, du Comité d'Audit, du Comité des Rémunérations et du Comité des Nominations et du Développement Durable.

2.1.7 Rappel de l'historique du Groupe

Figure 2 - Historique de ROTHSCHILD & Co



Source : Société

En 1760, Mayer Amschel ROTHSCHILD a fondé la Société spécialisée dans les services financiers. 50 ans plus tard, les cinq fils de Mayer Amschel ROTHSCHILD ont décidé de s'installer dans les plus grandes places boursières d'Europe : Francfort, Paris, Londres, Vienne et Naples.

Au cours du 19^{ème} siècle, la Société s'est orientée vers les innovations et les nouveaux marchés internationaux. Elle s'est rapidement fait connaître pour sa capacité à identifier et évaluer les opportunités des nouveaux projets de l'époque. Elle a notamment participé au développement de chemins de fer en Europe, au développement des économies émergentes à l'instar du Brésil et de l'Inde, et à la récolte d'or en Australie et en Afrique du Sud.

À la même époque, les cinq frères ont conçu le système de messagerie le plus sûr et le plus rapide en Europe. Cette messagerie profitera aux échanges d'informations politiques et/ou financières permettant ainsi au Groupe de prendre une place centrale dans le développement du marché des dettes souveraines dans le monde.

En 1875, la fiabilité et la discrétion de ROTHSCHILD & CO est récompensée par l'obtention pour le compte du gouvernement du Royaume-Uni du financement nécessaire à l'acquisition d'une participation majeure dans le Canal de Suez.

Durant le 20^{ème} siècle, ROTHSCHILD & CO a poursuivi son développement interne et a structuré sa gamme de produits autour de deux axes (le conseil financier et la gestion d'actifs) et s'est installé aux Etats-Unis durant la seconde guerre mondiale.

La structure française du Groupe, PARIS ORLÉANS acquise par James ROTHSCHILD dans les années 1850 représentait la compagnie du chemin de fer reliant Paris à Orléans et était la seconde plus grande société de voies ferrées en France. Le réseau a été nationalisé en 1938 avec la création de la SNCF.

François MITTERAND a mené à compter de 1981 une politique de nationalisation de masse. En 1982, il a décidé de nationaliser la branche française du Groupe. Cependant, grâce à l'aide des autres branches de ROTHSCHILD & CO et de la société PARIS ORLÉANS, cotée en Bourse depuis 1838, une nouvelle entité bancaire est rapidement créée, et dès 1986, la famille ROTHSCHILD retrouve le droit d'y apposer son nom.

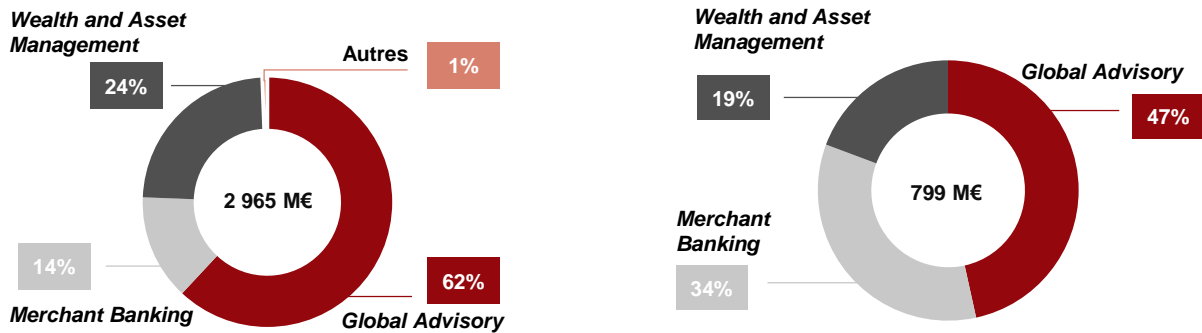
En 2008, la crise financière et économique liée aux *subprimes* a fortement impacté l'ensemble du secteur financier et bancaire. Toutefois, ROTHSCHILD & CO s'est montrée résiliente dans l'après-crise en se lançant notamment dans le capital investissement et la dette privée en 2009, et a enrichi son offre de conseil financier grâce aux activités d'ECM (*Equity Capital Market*).

En 2017, les métiers de la banque privée et de la gestion d'actifs se sont renforcés grâce à la fusion avec la BANQUE MARTIN MAUREL.

2.1.8 Présentation des activités de ROTHSCHILD & CO

En 2022, les activités de ROTHSCHILD & CO étaient organisées autour de trois métiers principaux : le conseil financier (ci-après « **Global Advisory** »), la banque privée et gestion d'actifs (ci-après « **Wealth and Asset Management** ») et le « **Merchant Banking** » dont la ventilation en termes de produit net bancaire et de résultat avant impôts est présentée ci-après :

Figure 3 - Ventilation par activité du produit net bancaire et du bénéfice avant impôts¹⁰ 2022



Source : Société

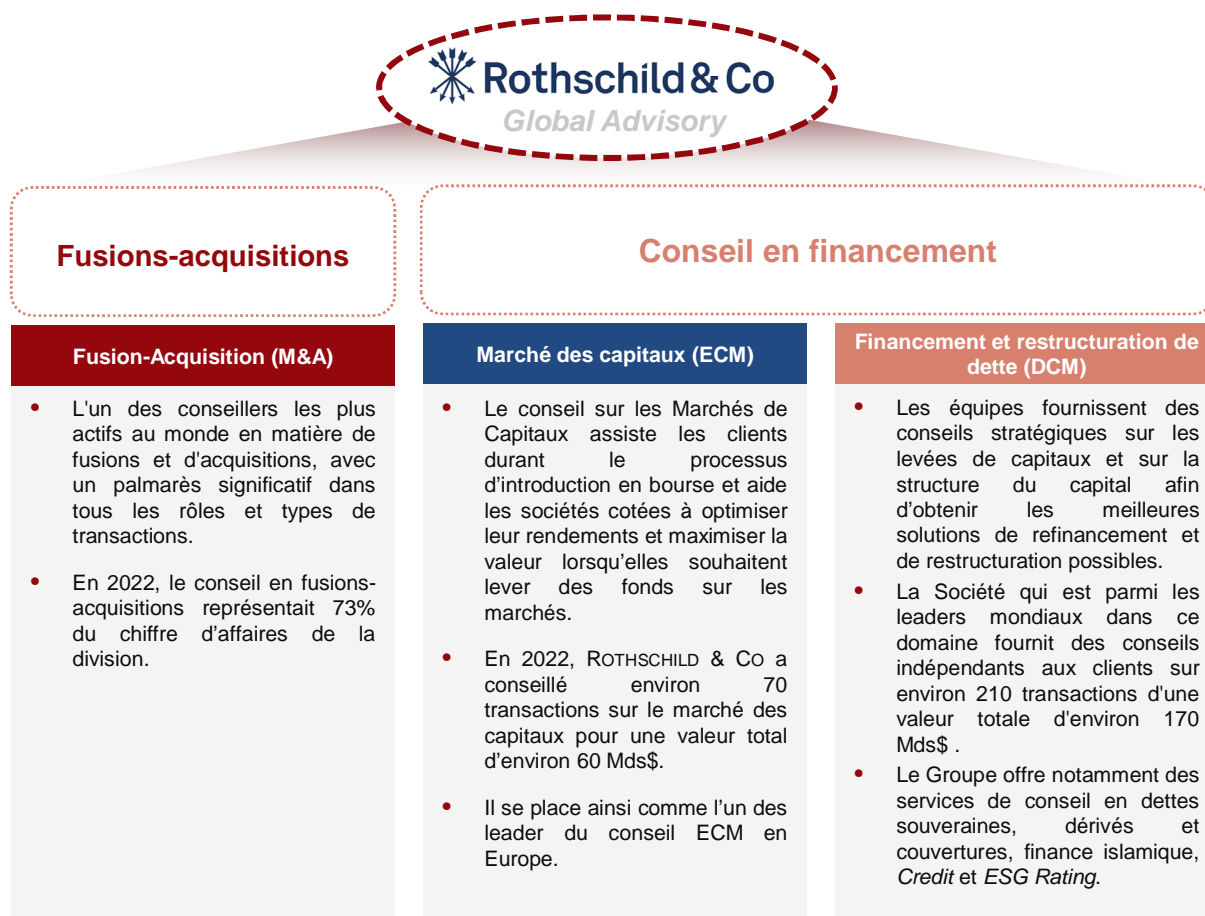
Précisons que le Groupe bénéficie de synergies importantes entre ses différents métiers. En effet, entre 10 à 20% des flux entrants en *Wealth Management* proviennent des autres activités, tandis qu'environ 25% du capital levé en *Merchant Banking* provient du *Wealth and Asset Management*.

¹⁰ Hors réconciliation IFRS et Holding

2.1.8.1 Global Advisory

Le *Global Advisory* s'articule autour de deux propositions de services :

Figure 4 - Activité de la division *Global Advisory*



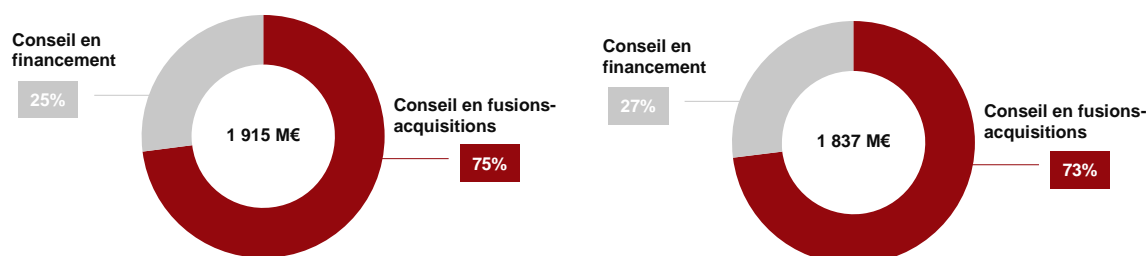
Source : Société et analyses FINEXSI

- Les fusions-acquisitions** : principal segment du métier *Global Advisory* (1,3 Mds€ de revenus en 2022), ROTHSCCHILD & Co conseille ses clients dans leur stratégie de croissance externe par l'étude de potentielles cibles à acquérir, en réalisant les travaux d'évaluation, de conception de plans d'affaires, et d'étude de financements ; et les accompagne également dans leur cession tout au long du processus, de l'origination à l'exécution. Au cours de l'année 2022, le Groupe a accompagné 425 opérations pour une valeur de 417 Mds\$ dans de nombreux secteurs comme la consommation, les infrastructures, les transports et l'industrie ;

- Le conseil en financement** : la Société élabore et met en œuvre des solutions stratégiques de financement pour le compte de ses clients. Le segment comprend deux activités à savoir (i) le financement et la restructuration de dette (DCM) et (ii) le conseil sur les marchés de capitaux (ECM). La division se spécialise principalement dans le conseil en notation financière, en dérivés et couvertures, en notation ESG, dettes souveraines et finance islamique. Avec 488 M€ de revenus en 2022, ROTHSCHILD & CO est le leader de l'ECM en Europe et un des leaders dans le secteur du conseil en matière de dette (1^{er} conseiller en valeur dans le *restructuring* sur l'ensemble de la zone EMEA). Les équipes de conseil en financement de ROTHSCHILD & CO ont accompagné 281 opérations en 2022 (dont 210 opérations de restructuration et de conseil en matière de dette et 70 dans le conseil sur les marchés de capitaux), pour une valeur totale de 226 Mds\$.

En 2022, la division *Global Advisory* a généré un revenu de 1.837 M€ (représentant près de 62% des revenus du Groupe), la deuxième meilleure performance annuelle de l'histoire du Groupe (1.915 M€ en 2021) grâce à une activité dynamique soutenue par ses principales implantations et expertises sectorielles.

Figure 5 - Répartition des revenus du *Global Advisory* en 2021 et 2022



Source : Société

Cette activité regroupe 1465 banquiers dont 276 *Managing Directors* présents dans plus de 40 pays. ROTHSCHILD & CO se classe au 5^{ème} rang mondial au niveau des revenus, et au 1^{er} rang mondial au niveau du nombre d'opérations de fusions-acquisitions conseillées.

Le Groupe a accompagné 706 transactions en 2022, en léger recul (5%) par rapport à l'exercice précédent, pour une valeur de transactions totale de 643 Mds\$ contre 694 Mds\$ en 2021.

Figure 6 - Les principaux secteurs d'intervention de ROTHSCHILD & Co

Aérospatial et défense	Automobile	Services aux entreprises	Commerce de détail et Loisirs	Institutions financières	Biens d'équipements	Energie
						
Gouvernement et secteur public	Santé	Matériaux industriels	Mines et métaux	Immobilier	Transports et infrastructures	Télécoms, médias et Technologies
						

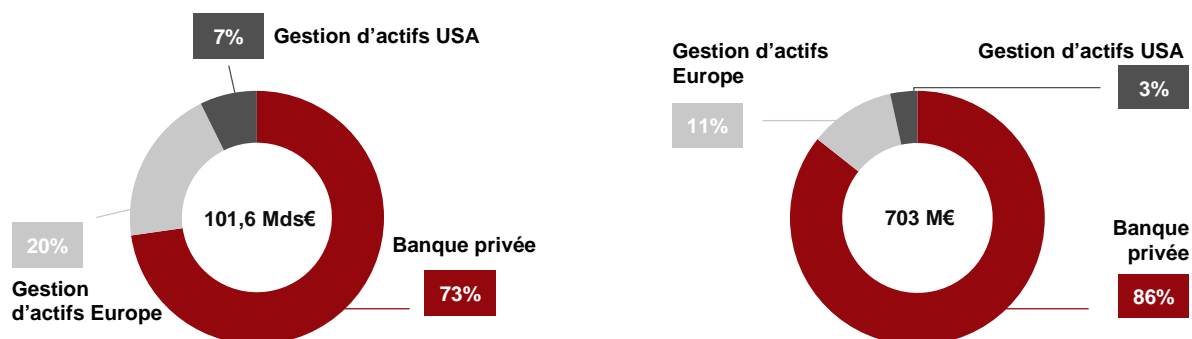
Source : Société

2.1.8.2 Wealth and Asset Management

La division *Wealth and Asset Management* est la deuxième activité de la Société avec un produit net bancaire de 703 M€ en 2022 pour un total de 101,6 Mds€ d'actifs sous gestion (en baisse de 2% par rapport à 2021). Cette légère baisse s'explique en partie par une décollecte de 1,5 Mds€ au sein de l'activité américaine du Groupe, cédée en avril 2023. La Société propose à ses clients des services d'investissement, de structuration et de protection des actifs dans le but d'accroître leur patrimoine notamment à l'aide de solutions d'investissement diversifiées et innovantes. Sur un an, le Groupe a vu son niveau de collecte nette diminuer, avec 1,4 Mds€ de collecte nette en 2022 contre 4,1 Mds€ en 2021, y compris l'activité américaine de gestion d'actifs, désormais cédée.

Les activités de *Wealth and Asset Management* du Groupe sont segmentées en deux géographies : en Europe, les deux métiers sont présents tandis que seule la gestion d'actifs est proposée aux Etats-Unis.

Figure 7 – Répartition des actifs sous gestion et du produit net bancaire 2022 de la division *Wealth and Asset Management*



Source : Société

Wealth Management

La banque privée de ROTHSCHILD & CO accompagne ses clients, qu'ils soient des particuliers, des entrepreneurs, ou des fondations, dans l'organisation de leurs projets patrimoniaux. ROTHSCHILD & CO compte des activités principalement en Europe.

En 2022, la division comptait 305 banquiers et 73,9 Mds€ d'actifs sous gestion selon la répartition suivante :

- La France où la banque ROTHSCHILD MARTIN MAUREL, née de la fusion en 2017 des banques privées indépendantes MARTIN MAUREL et ROTHSCHILD, dispose de 25 Mds€ d'actifs sous gestion ;
- La Suisse est le second pays en termes d'actifs sous gestion pour la division avec un montant de 20 Mds€ en 2022 ;
- Le Royaume-Uni avec un montant d'actifs sous gestion de 15 Mds€ ;
- En Allemagne et en Belgique, le Groupe gère respectivement un portefeuille de 6 Mds€ et de 4 Mds€ ;
- En Italie et à Monaco, la banque dispose d'un portefeuille de 2 Mds€ d'actifs sous gestion.

Asset Management

La gestion d'actifs de la Société s'adresse en Europe à des investisseurs institutionnels, des intermédiaires financiers, ou des distributeurs. Cette activité propose une gamme complète de produits, couvrant toutes les zones géographiques, et toutes les classes d'actifs. Les 36 *Investments Managers* s'engagent à fournir des solutions d'investissements durables à leurs clients afin de les encourager à intégrer les enjeux ESG dans leurs placements. Au 31 décembre 2022, la gestion d'actifs comptabilisait en Europe 20,3 Mds€ d'actifs sous gestion, en baisse de 4% sur un an en raison notamment des mouvements de marchés liés au contexte géopolitique et macroéconomique.

Enfin, la gestion d'actifs aux Etats-Unis, opérée par ROTHSCCHILD & CO ASSET MANAGEMENT US INC., gère les investissements de ses clients de tous types de taille, et de stratégie. Elle compte 18 Investment Managers et gère 7,4 Mds€ d'actifs sous gestion. En novembre 2022, ROTHSCCHILD & Co a officialisé la vente de l'activité de gestion d'actifs américaine à GREAT LAKES ADVISORS. Il est à noter que la cession totale de cette activité a été finalisée en avril 2023 (cf. Figure 7).

Cette division se distingue de certains *asset managers* traditionnels avec une activité de gestion de portefeuille uniquement active. L'activité se présente en 4 stratégies de gestion :

- « **Conviction** » reflétant une gestion active dynamisée par des investissements sur des actions et des obligations européennes ;
- « **Valor** » au travers d'une gestion composée de titres diversifiées sans contrainte ;
- « **Thématic** » où le gestionnaire identifie des thèmes spécifiques comme la durabilité en composant un portefeuille de titres sur le secteur de l'immobilier, du vieillissement de la population ou les fonds de mines d'or ;
- « **4 Change** » correspond à une marque qui allie performance avec des investissements durables et responsables.

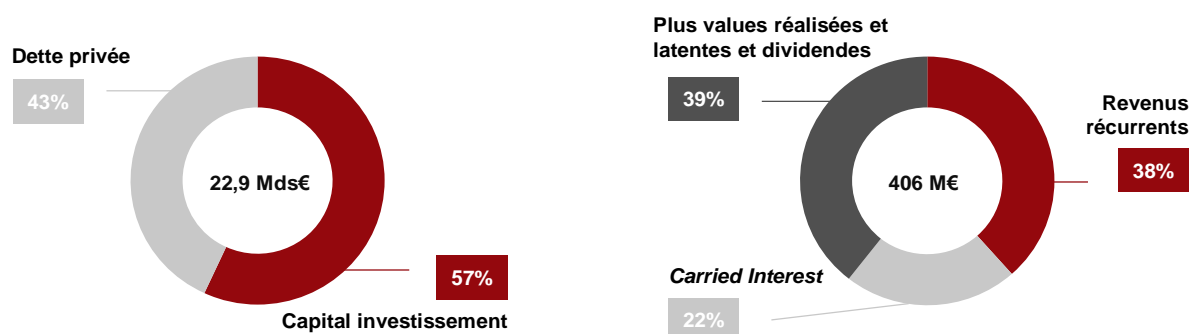
Afin de continuer sa croissance, le Groupe souhaite à la fois poursuivre le développement sur ses marchés principaux de gestion ainsi que soutenir la croissance de ses autres bureaux pour atteindre la taille critique dans tous les pays.

Cela passe notamment par le développement de l'activité de gestion d'actifs en Europe avec le déploiement de son offre BtoBtoC et l'exploitation de potentielles synergies avec la banque privée.

2.1.8.3 Merchant Banking

Le *Merchant Banking* comprend l'ensemble des activités d'investissement (capital investissement, fonds secondaires, multigestion, financement directs et fonds de crédit diversifiés). La division compte 140 professionnels de l'investissement répartis dans six bureaux à travers le monde. En 2022, le Groupe a généré 406 M€ de revenus, en hausse de 2%, étant précisé qu'il s'agit du niveau le plus élevé enregistré pour cette activité, grâce à une croissance des revenus récurrents et des revenus liés à la performance des investissements.

Figure 8 - Ventilation des montants d'actifs sous gestion et des revenus 2022 de la division *Merchant Banking*



Source : Société

La division *Merchant Banking* dispose d'actifs sous gestion pour un montant total de 22,9 Mds€ en 2022, et rassemble les activités de capital investissement (13 Mds€), et de dette privée du Groupe (9,9 Mds€). La division est implantée à Paris, Londres, Luxembourg, New York, San Francisco et Los Angeles.

Le *Corporate Private Equity*, se concentre sur l'investissement dans des entreprises en Europe occidentale et aux Etats-Unis par le biais de quatre stratégies d'investissements distinctes et spécialisées selon des critères de taille et de secteur :

- **Five Arrows Principal Investments (« FAPI »)** : comprend 5 fonds spécialisés dans les transactions en Europe, de taille moyenne, et ciblant principalement des entreprises, leaders ou challengers des marchés Data et Logiciel, Santé, et Services aux entreprises à base technologique ;
- **Five Arrows Capital Partners (« FACP »)** : stratégie qui s'articule autour d'investissements sur des sociétés de petite et moyenne taille (valeur d'entreprise comprise entre 75 M\$ et 100 M\$) du *middle-market* et toutes situées en Amérique du Nord. À l'instar des « FAPI », ces fonds s'orientent principalement sur les secteurs de la Santé, des Data et Logiciel, ainsi qu'aux Services aux entreprises à base technologique ;
- **Five Arrows Growth Capital (« FAGC »)** : ce fonds a pour objectif d'investir dans des sociétés européennes de petite et moyenne taille dont le potentiel de croissance rapide est important (capital-développement), dans les mêmes secteurs que les deux stratégies susmentionnées ;
- **Five Arrows Long Term (« FALT »)** : la stratégie de ce fonds se focalise sur l'investissement dans des entreprises de taille intermédiaire supérieure dans le but d'obtenir un portefeuille plus concentré permettant de conserver des actifs plus longtemps.

La seconde activité du *Merchant Banking* dite Multi-Stratégies se caractérise par une forte expertise dans les fonds secondaires directs européens, ainsi que dans les mandats de multi-gestionnaires et les co-investissements mondiaux, avec un angle différencié sur le segment du marché intermédiaire au travers de cinq stratégies décrites ci-dessous :

- **Five Arrows Secondary Opportunities (« FASO »)** : les fonds sont spécialisés dans les opérations de marchés secondaires de sociétés *small-cap* et *mid-cap* en Europe et aux Etats-Unis, en rachetant des actifs auprès de vendeurs souhaitant se séparer d'actifs non stratégiques, ou en quête de liquidités ;
- **Five Arrows Private Equity Programme (« FAPEP »)** : FAPEP est le programme de co-investissement et de multigestion de ROTHSCILD & CO. Il capitalise sur l'expertise du Groupe en capital investissement et sur les performances dites *over-the-cycle*. Ces fonds investissent à l'international dans diverses classes d'actifs du capital investissement ;
- **Five Arrows Sustainable Investments (« FASI »)** : ce fonds est issu d'un partenariat avec AIR LIQUIDE et la fondation SOLAR IMPULSE, et est dédié aux investissements durables dans des secteurs tels que l'énergie, l'agriculture et la consommation alimentaire responsable ;
- **Five Arrows Minority Investments (« FAMI »)** : ces fonds correspondent aux activités de co-investissement exploités aux côtés de son propre réseau de gestionnaires de fonds, et se spécialise dans le capital développement et le rachat d'entreprises, en Europe, en Amérique du Nord, ainsi que dans les pays émergents ; et

- **Five Arrows Global Tech I (« FAGT I »)** : ce fonds de fonds est spécialisé dans le secteur des « Techs », adressant une stratégie d'investissement de capital-risque, capital de croissance et de transmission.

La sous-activité Dette privée, avec notamment les financements directs, est répartie en trois stratégies :

- **Five Arrows Credit Solutions (« FACS »)** : ce fonds de financement direct européen est spécialisé dans les solutions de financement juniors et subordonnées à destination des entreprises de taille intermédiaire ;
- **Five Arrows Direct Lending (« FADL »)** : créé en 2017, FADL est un fonds de financement direct qui propose aux entreprises de taille moyenne des financements garantis seniors de premiers rangs ou subordonnés. Le fonds cible principalement les entreprises privées du marché intermédiaire¹¹ européen ;
- **Five Arrows Debt Partners III¹² (« FADP III »)** : ce fonds de troisième génération reflète également la stratégie des fonds FACS et FADL avec une offre de solutions de financement flexibles pour des entreprises privées européennes présentes sur le segment du *mid-market*.

Enfin, la dernière sous-division de l'activité de *Merchant Banking* concerne le **Credit Management (« R&Co CM »)**. Cette division opère sur le marché de la dette sécurisée avec pour objectif de se positionner sur les crédits sous-évalués par l'intermédiaire de fonds spécialisés en Europe et en Amérique du Nord. R&Co CM reflète trois stratégies distinctes :

- **La Gestion de Collateralized Loan Obligations (« CLO »)** : par l'intermédiaire de son fonds Five Arrows Global Loan Investments, R&Co CM investit sur des tranches *equity* de véhicules CLO en Europe et aux Etats-Unis ;
- **La stratégie « Oberon » de prêts seniors** : étant une série de fonds investissant dans des dettes seniors émises par des entreprises de grande taille européennes ou américaines ; et
- **La Multi-stratégie crédit « Elsinore »** : qui propose une combinaison de diverses solutions de crédits (incluant des dettes seniors, des obligations, et des produits structurés) dans un seul et même portefeuille qui fait l'objet d'une gestion active.

¹¹ Le fonds se concentre sur des entreprises dont la valeur est comprise entre 50 et 750 M€.

¹² Le fonds a réalisé sa clôture finale en 2021 pour un montant d'engagement de 1,4 Md€.

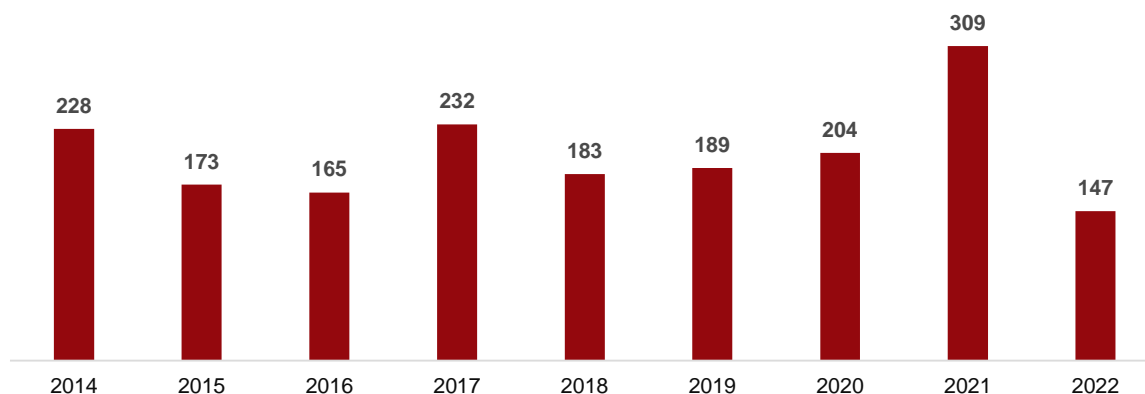
3. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de ROTHSCHILD & Co

Nous présentons dans un premier temps le marché du conseil financier, les acteurs qui le composent et les tendances d'évolution structurelles. L'analyse se concentrera ensuite sur la gestion d'actifs et la gestion privée. Enfin, une troisième partie sera dédiée au métier du capital investissement et de la dette privée.

3.1.1 Présentation du marché du Conseil Financier

En 2021, le marché français des fusions-acquisitions (ci-après « **M&A** ») a connu une année exceptionnelle avec un montant de transactions atteignant les 300 Mds\$, en hausse de 51,3% par rapport à l'exercice précédent, soit le niveau le plus élevé depuis 2006. Contrairement à 2021, le marché français a connu en 2022 un net ralentissement tant en volume qu'en valeur avec un montant global des opérations de 147 Mds€, soit une baisse de 52% sur un an. Le montant des transactions M&A 2022 en France est le plus faible enregistré depuis 2013 en raison d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt liée notamment à des tensions sur les matières premières, et aux politiques monétaires des banques centrales.

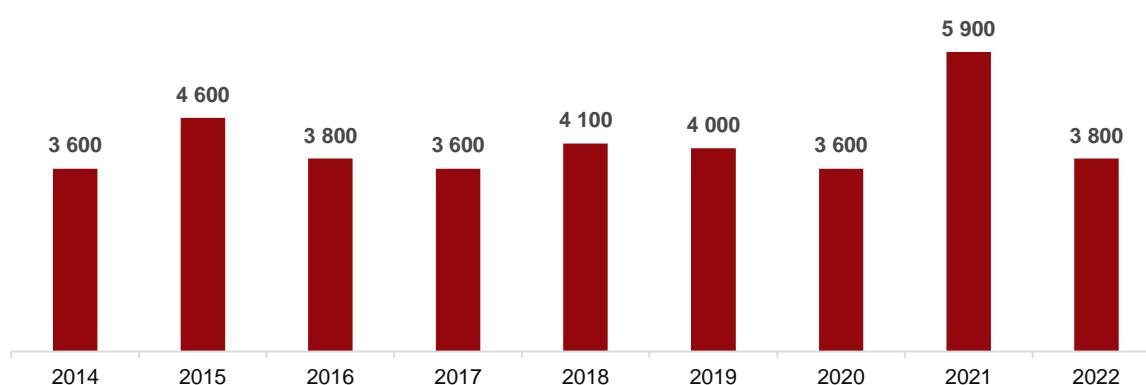
Figure 9 - Montant des transactions de fusions-acquisitions en France (en Mds\$)



Source : XERFI « Marché bancaire en France » Novembre 2022 et REFINITIV

D'un point de vue mondial, la croissance des transactions en 2021 a également été sans précédent. D'après le *Global M&A Report 2023* de BAIN & COMPANY, le marché du M&A a connu une croissance exceptionnelle à la fois en volume (62.000 transactions enregistrées, en hausse de 24% par rapport à 2020), et en valeur (5.900 Mds\$, en hausse de 64% par rapport à 2020, bien au-dessus du record de 4.200 Mds\$ enregistré en 2007¹³). L'année 2022 a été un exercice hétérogène avec les cinq premiers mois marqués par une forte activité de négociation suivis d'un ralentissement à partir de juin 2022 dans le sillage de la hausse des taux d'intérêts par la réserve fédérale américaine et d'un contexte macroéconomique et géopolitique tendu. Face à ces incertitudes les « *Jumbo Deals* » (supérieurs à 10 Mds\$) ont marqué une pause, impactant l'ensemble du marché avec une diminution des transactions en volume et en valeur de respectivement 17%¹³ (65.000 transactions) et 36% (3.800 Mds\$) par rapport au niveau record de 2021.

Figure 10 - Montant des transactions de fusions-acquisitions dans le monde (en Mds\$)



Source : Global M&A Report 2023, BAIN & COMPANY

Si les amplitudes des baisses des valeurs et des volumes de transactions sont assez hétérogènes selon les régions du monde, aucune n'a fait état d'une progression ni du nombre, ni du montant des opérations (l'Inde faisant exception). De plus, la tendance baissière du marché semble se confirmer avec la chute de plus de 40% du marché M&A depuis le début de l'année 2023¹⁴.

Il s'agit donc d'un marché extrêmement volatil d'une année sur l'autre qui peut connaître des amplitudes importantes de l'ordre du simple au double comme celle connue actuellement.

¹³ *Global M&A Industry Trends Outlook*, PwC

¹⁴ M&A: Les grandes banques d'affaires lancées dans une chasse aux « boutiques », LES ECHOS

3.1.1.1 Acteurs du marché du *Global Advisory*

Nous présentons ci-après l'environnement concurrentiel où évolue ROTHSCHILD & Co au sein du marché du conseil financier. Le marché est dominé par des acteurs diversifiés principalement américains disposant d'un effet d'échelle important, et dans une moindre mesure, par des spécialistes de plus petite taille. Ainsi, deux profils d'intervenants se distinguent au sein de cet environnement :

- **Les banques de Financement et d'Investissement (BFI)**, à l'image de GOLDMAN SACHS, JP MORGAN ou la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE CORPORATE & INVESTMENT BANKING (SGCIB), qui offrent des services, des solutions de financement et des produits financiers adaptés aux besoins de la clientèle. Les BFI ont l'avantage d'être présentes sur toute la chaîne de valeur de la banque, de la mise en place du plan d'investissement jusqu'à son financement. Plus précisément, on distingue au sein d'une BFI deux activités :
 - Le financement du bas de bilan qui comprend les activités de banque commerciale (*Corporate banking*) consistant à offrir à chaque client des solutions de financement adaptées à leurs besoins. Ce segment comprend les activités telles que le financement structuré, le *Coverage* ou les crédits syndiqués ;
 - Le financement du haut de bilan qui comprend l'ensemble des activités d'investissement *i.e.* le conseil en fusions-acquisitions et le *corporate finance / Global Capital Markets* qui inclut toutes les opérations de financement de marché et de structuration à l'instar du financement par action (*Equity Capital Market*) ou par dette (*Debt Capital Market*).
- **Les boutiques** qui sont des spécialistes du conseil financier ne proposent pas d'autres prestations comme par exemple le financement, l'ouverture d'un compte ou des couvertures contre les expositions à différents risques. Au sein de cette catégorie, on distingue **(i)** les « grandes boutiques » de *Tier 1* présentes essentiellement dans des opérations impliquant des sociétés avec des capitalisations importantes (*Large Caps*) et **(ii)** les « moyennes / petites boutiques » qui sont davantage focalisées sur le segment des petites et moyennes entreprises (NATIXIS PARTNERS, DC ADVISORY en France notamment).

Figure 11 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché du conseil financier



Source : analyses FINEXSI,

Tableau 3 - Les principaux acteurs mondiaux du Conseil Financier

Acteurs	Pays	PNB lié au Conseil Financier (décembre 2022)	% Part dans le PNB global de la société
Goldman Sachs	Etats-Unis	4 478	10%
JP Morgan	Etats-Unis	2 908	2%
Morgan Stanley	Etats-Unis	2 792	5%
Evercore	Etats-Unis	2 276	86%
Rothschild & Co	France	1 837	62%
Houlihan Lokey	Etats-Unis	1 752	100%
Jefferies	Etats-Unis	1 694	30%
Lazard	Etats-Unis	1 575	60%
BoA/ Merrill Lynch	Etats-Unis	1 565	2%
Citigroup	Etats-Unis	1 301	2%
Total		22 178	

Source : Société

Le marché mondial du conseil financier est dominé essentiellement par des banques d'affaires américaines dont l'activité de conseil représente en moyenne une part relativement modeste du produit net bancaire global. ROTHSCHILD & CO, 5ème du classement, est la seule société européenne présente dans le top 10.

3.1.1.2 Enjeux du marché du *Global Advisory*

Essor du secteur technologique

La demande croissante d'actifs technologiques et digitaux a conduit à une augmentation importante des activités M&A dans le secteur technologique. Face à la digitalisation de l'économie, les nouvelles technologies restent une priorité pour de nombreuses entreprises. Ainsi en 2022, les transactions M&A dans le secteur technologique représentaient trois quart de la valeur totale des transactions dans le monde. Le secteur devrait rester le principal relai de croissance du marché dans les années à venir avec l'émergence de l'intelligence artificielle (IA) et du métavers notamment.

Inflation et remontée des taux

Après une excellente année 2021 et le 1^{er} semestre 2022, la dynamique du marché du conseil a ralenti lors du second semestre 2022 suite à la pression inflationniste qui a notamment impacté la structure de coût des entreprises et le coût de la dette, les poussant à renoncer à des projets d'achat ou de fusion. Si la remontée des taux présente l'avantage d'améliorer les marges d'intérêt des activités de banques de détail, elle réduit par la même occasion les opportunités de financement, d'investissement et de marchés des BFI. En effet, la remontée des taux peut conduire à une brusque dégradation de la solvabilité des entreprises, dans un contexte d'endettement du secteur privé très élevé.

Une recherche de croissance et de rentabilité dans un contexte macroéconomique incertain

Les craintes de récession ont eu pour effet d'inciter les entreprises à revoir ou repousser leurs plans de croissance externe et par la même occasion les transactions de fusion-acquisition. Cependant, ces facteurs macroéconomiques n'ont pas eu un impact uniforme sur les pays ou les régions. Par exemple, l'Inde a été une exception avec une économie qui a continué à croître en 2022 impactant de fait la dynamique du secteur des fusions acquisitions (croissance de 16% de l'activité sur un an). De plus, au cours du premier trimestre 2023, le marché de M&A a vu son activité poursuivre son ralentissement avec une baisse de 44%¹⁵ en valeur et de 23% en volume de transaction. Bien que l'Amérique du Nord reste la plus importante zone avec plus de 3 209 transactions pour une valeur de 208 Mds\$, l'ensemble des régions ont vu la valeur de leurs transactions diminuer au regard du trimestre précédent. Ainsi, dans l'hypothèse où le contexte économique reste incertain et volatile, les investisseurs devront trouver des opportunités de croissance sur d'autres marchés avec des potentiels de rendements plus élevés afin de se démarquer.

Les premiers mois de l'exercice 2023 ont fait état d'un environnement de marché plus difficile pour les métiers du Conseil financier et du Merchant Banking, entraînant une révision significative des consensus d'analystes sur les valeurs bancaires ainsi qu'une baisse des cours boursiers.

¹⁵ "M&A market has a sluggish start to 2023" VERDICT

3.1.2 Présentation du marché de la gestion privée et la gestion d'actifs

En 2021, la gestion d'actifs et la gestion de fortune représentaient 127.500 Mds\$ d'actifs sous gestion. L'Amérique du Nord est la première zone avec 67.000 Mds\$, suivie de l'Europe (34.800 Mds\$), l'Asie-Pacifique (22.000 Mds\$), l'Amérique Latine (2.700 Mds\$) et le Moyen-Orient / Afrique (1.000 Mds\$). Affichant une croissance annuelle de 8,9%¹⁶ entre 2015 et 2021, la gestion d'actifs et privée reste un secteur très dynamique. Cette dynamique devrait se poursuivre jusqu'en 2030 avec environ 230.000 Mds\$¹⁷ d'actifs sous gestions attendus, soit une croissance annuelle moyenne de 6,8% sur la période.

L'industrie est majoritairement dominée par des **Mutual Funds** (60.900¹⁶ Mds\$ d'actifs sous gestion soit 51,1% du montant total d'actifs) qui sont des fonds gérés par une société d'investissement recevant des fonds de différents investisseurs qui en deviennent les actionnaires.

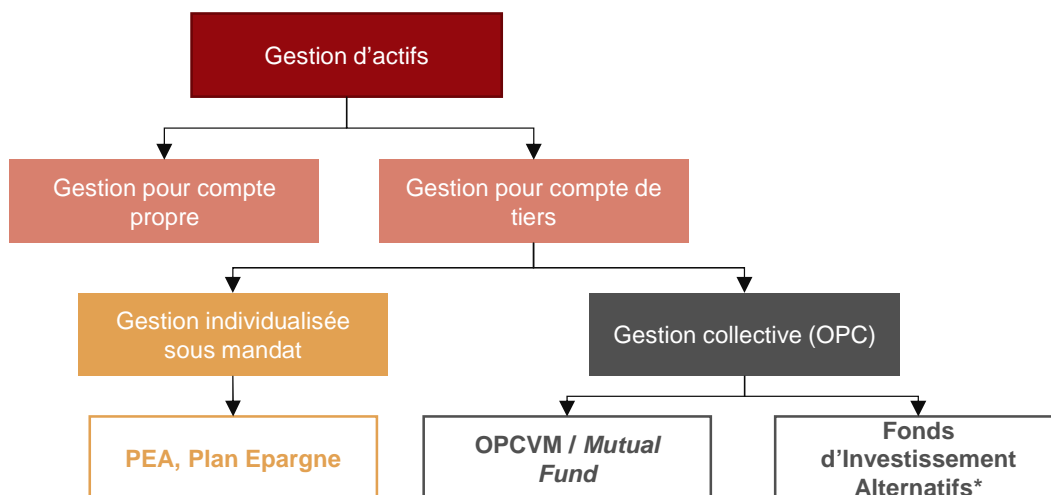
La gestion sous mandat est le deuxième modèle le plus répandu avec 39,3% du montant total d'actifs sous gestion en 2021. Les mandats d'investissement, également appelés mandats ou mandats de fonds, garantissent que les gestionnaires d'investissement respectent la stratégie souhaitée et restent dans des paramètres de risque spécifiques. Les mandats de fonds y parviennent en fournissant des instructions sur des aspects précis du mode de gestion, notamment les priorités et les objectifs du portefeuille, les indices de référence à utiliser et les différents investissements ou types de produits à inclure ou à éviter.

La gestion alternative est un modèle représentant 16.400 Mds\$¹⁶ d'actifs sous gestion en 2021 (12,9% du montant total d'actifs sous gestion). Cette activité comprend tous types d'investissement autres que les actions ou obligations cotées ouvertes au public. On y intègre par exemple les *Hedge funds*, et les fonds immobiliers, de dette ou de *Private Equity*. Selon ce modèle de gestion, le fonds recourt généralement à des montages financiers complexes et à des techniques de management du risque pour améliorer ses performances (vente à découvert, effet de levier, produits dérivés, etc.).

¹⁶ Asset and wealth management revolution 2022, PwC

¹⁷ « Wealth management booms as the rich get richer but markets get choppy » FINANCIAL TIMES / BAIN & COMPANY

Figure 12 - Schéma du fonctionnement de la gestion d'actifs

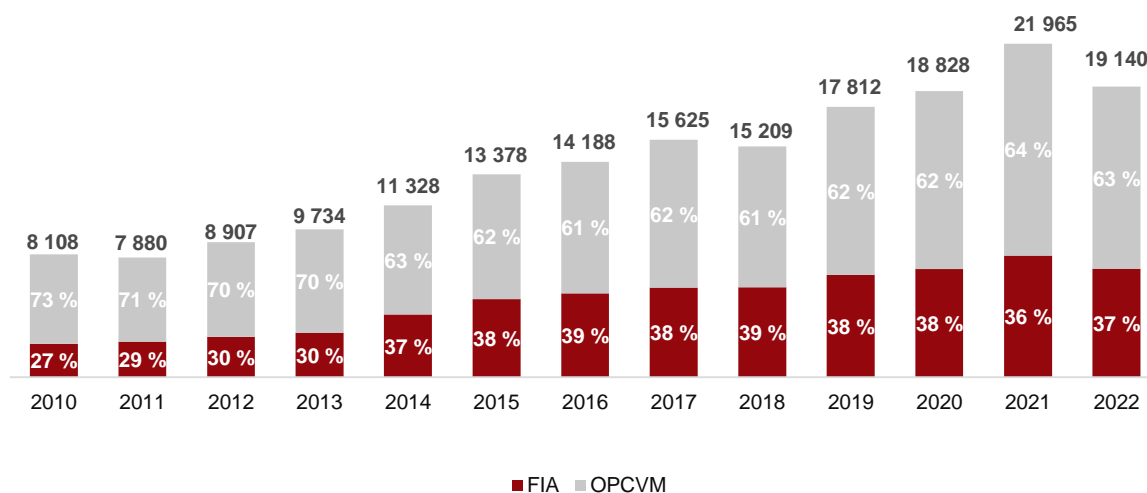


(*) : Les Fonds d'Investissements Alternatifs, selon la classification AMF, sont par exclusion, tous les fonds d'investissements collectifs qui ne sont pas conformes à la directive OPCVM.

Source : Association française de la gestion financière

À l'échelle européenne, l'encours des fonds est estimé à environ 19.000 Mds€ à fin 2022, ce qui extériorise une baisse de -12,6% sur un an en raison d'une collecte nette négative s'expliquant par des sorties nettes importantes au sein des Organisations de Placement Collectif (OPC)¹⁸.

Figure 13 - Encours des OPC en Europe (en Mds€)

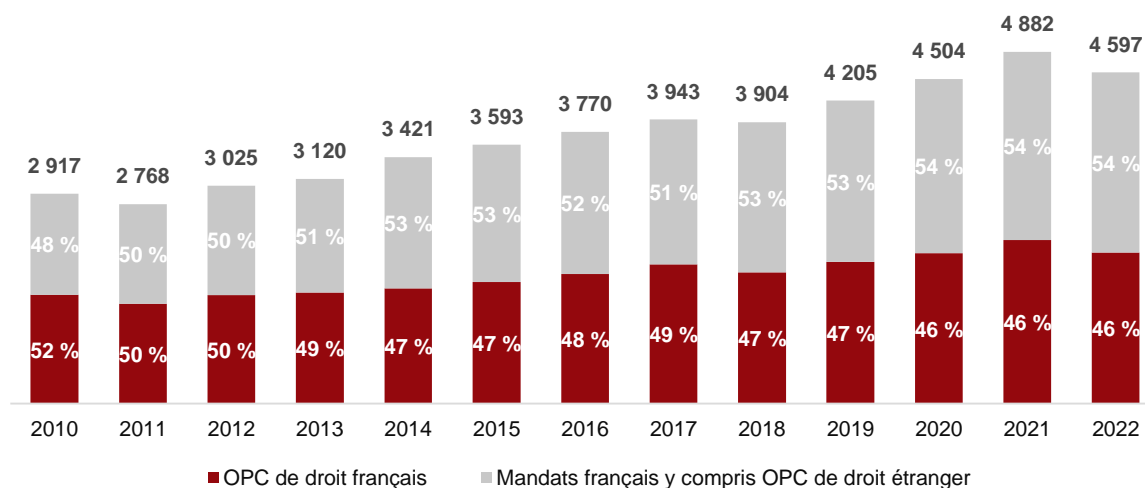


Source : « Panorama du marché de la gestion pour compte de tiers », AFG

¹⁸ Les OPC (organismes de placement collectif) investissent en valeurs mobilières (actions, obligations, etc.) pour le compte d'un grand nombre d'épargnants. En achetant une part d'OPC, chaque épargnant accède à un portefeuille diversifié géré par un professionnel (une société de gestion agréée)

Les sociétés de gestion de portefeuille françaises occupent la première place européenne avec une part de marché d'environ 24% pour les OPC (OPC et mandats français y compris OPC de droit étranger). Les encours globaux sous gestion (mandats et OPC) pour comptes de tiers s'élèvent en France à 4 597 Mds€ en 2022 soit une diminution de 5,8% sur un an.

Figure 14 - Actifs gérés pour comptes de tiers en France (en Mds€)



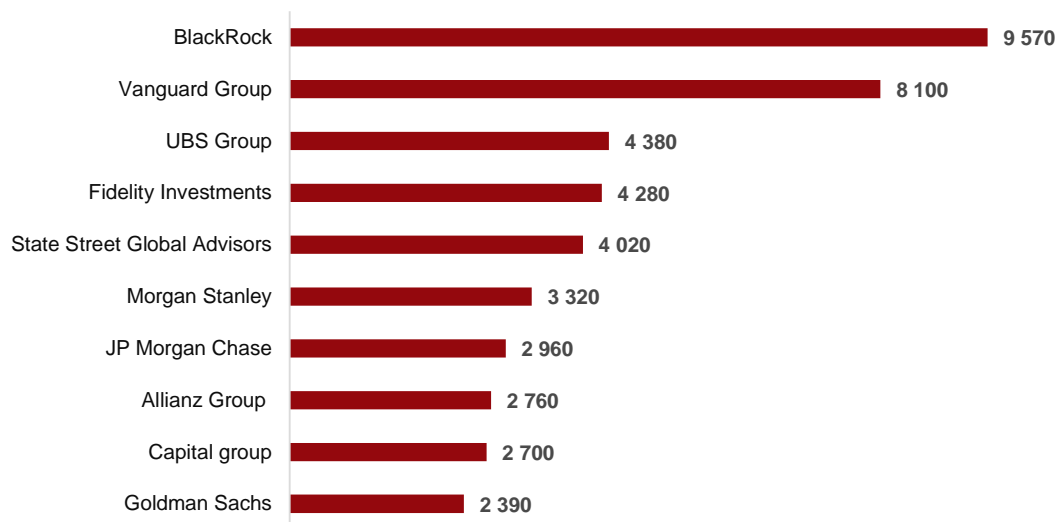
Source : « Panorama du marché de la gestion pour compte de tiers », AFG

Pour les perspectives de croissance, d'après l'« *Asset & Wealth Management revolution 2022* » une croissance annuelle moyenne de 4,3% du montant d'actifs sous gestion est attendue entre 2021 et 2026.

3.1.2.1 Acteurs du marché de la banque privée et de la gestion d'actifs

À l'image du conseil financier, le marché de la gestion d'actifs est dominé par des entreprises américaines. Certaines sociétés européennes comme ALLIANZ GROUP et UBS GROUP parviennent à s'imposer dans le classement des 10 meilleurs *asset managers* du monde.

Figure 15 - Gestionnaires d'actifs les plus importants dans le monde au 31 mars 2022, en fonction des actifs sous gestion (en Mds€)



Source : STATISTA 2023

En comparaison, la division *Wealth and Asset Management* de ROTHSCHILD & CO représente 101,6 Mds€ d'actifs sous gestion en 2022.

L'environnement concurrentiel est composé de quatre types d'acteurs pouvant être présentés comme suit :

- **Les banques et assurances**, qui opèrent souvent par l'intermédiaire de filiales dédiées, dans la gestion d'actifs sur fonds propres ou sur les fonds d'investisseurs externes. Des banques / assurances comme JP MORGAN, GOLDMAN SACHS, HSBC OU ALLIANZ ont des activités significatives de gestion d'actifs. Certaines sociétés plus connues pour leurs activités de conseil financier comme ROTHSCHILD & CIE, possèdent également une division spécialisée dans la gestion d'actifs. Par ailleurs, certaines banques, à l'image de CRÉDIT AGRICOLE CIB ou SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ont externalisé une partie de leurs activités de gestion dans des filiales quasi-autonomes (AMUNDI ASSET, LYXOR ASSET MANAGEMENT, NATIXIS, ALLIANZ ASSET MANAGEMENT) ;
- **Les family offices**, qui sont des fonds d'investissements ayant pour rôle d'investir et de gérer le patrimoine d'une ou plusieurs familles. Les acteurs sont (i) des banques (UBS GLOBAL FAMILY OFFICE) ; (ii) des banques privées (NORTHERN TRUST, ATLANTIC TRUST PRIVATE WEALTH MANAGEMENT) ou des acteurs indépendants (ROCKEFELLER FINANCIAL, ARTÉMIS).

- **Les fonds d'investissement / *pures players***, qui sont des acteurs dont l'activité de gestion d'actifs est le cœur de métier. Ils sont de divers types et tailles :
 - Les grands gestionnaires, comme BLACKROCK, VANGUARD GROUP, FIDELITY, AMUNDI gèrent plusieurs milliers de milliards d'euros d'actifs (cf. Figure 15) et sont souvent sollicités par des banques, assurances et entreprises pour assurer une partie de leur gestion (fonds-de fonds) en raison de leur savoir-faire dans certains types de gestion.
 - Les gestionnaires de petites tailles sont généralement présents sur des types de gestion spécifique et disposent d'une plus grande flexibilité dans leurs activités à l'image de MONETA ASSET MANAGEMENT, SYCOMORE, LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER.
 - Les fonds souverains qui ont pour vocation de gérer les actifs d'Etats, étant précisé que les fonds norvégien, chinois ou d'Arabie Saoudite font partie des plus célèbres.
- **Les *corporates*** ont également des activités de gestions d'actifs à l'instar d'EDF, qui par l'intermédiaire de sa filiale EDF INVEST, gère plusieurs milliards d'euros investis dans divers domaines comme l'immobilier, le *Private Equity* et les infrastructures.
-

Figure 16 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché de la gestion d'actifs



Sources : Analyses FINEXSI,

L'environnement concurrentiel du *Wealth Management* est composé de plusieurs catégories d'intervenants qui peuvent se classer selon les trois catégories suivantes :

- **Les banques privées** sont souvent une division d'une banque généraliste. Leurs services sont réservés aux clients (entrepreneurs ou particuliers) disposant d'actifs d'une valeur d'au moins 250.000 €. Parmi les principales banques figurent UBS, BNP PARIBAS WEALTH MANAGEMENT, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE PRIVATE BANKING, NATIXIS WEALTH MANAGEMENT.
- **Les banques indépendantes** sont spécialisées ou ont une division consacrée à la gestion de fortune professionnelle et familiale. Elles offrent des services de banque d'investissement et leurs principaux concurrents sur ce segment sont les banques internationales comme UBS, JP MORGAN, NEUFLIZE OBC, ROTHSCHILD & CO, LOMBARD ODIER, LAZARD, etc.
- **Les Family offices** sont des structures externes dont la fonction est d'être l'interlocuteur unique d'une famille. Le plus fréquemment, elles sont rattachées à des banques privées comme COMPAGNIE FINANCIÈRE EDMOND DE ROTHSCHILD, ROTHSCHILD & CO. Afin de pouvoir accéder à ce service la famille doit disposer d'une dizaine de millions d'euros de patrimoine cependant la gestion sera partagée avec d'autres familles d'un niveau patrimonial équivalent, 100 M€ étant le seuil plancher pour disposer d'un *single family office* qui préservera les intérêts patrimoniaux d'une seule famille.

Figure 17 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché de la gestion de fortune



Sources : Analyse FINEXSI, CAPITAL « Gestion de fortune : principe et intervenants »

3.1.2.2 Enjeux et défis de la banque privée et la gestion d'actifs

La gestion active et la performance

Sur la période 2009 - 2019, moins de 50%¹⁹ des fonds gérés activement sur le marché américain ont réussi à surperformer leur indice de référence. Par ailleurs, seulement 23% des fonds gérés activement ont fait mieux que leur équivalent passif (par exemple des *Exchange Traded Funds* ou ETF²⁰). En Europe, la majorité des fonds actifs sous-performent le marché des actions sur les horizons étudiés par STANDARD & POOR'S (1 an, 3 ans, 5 ans et 10 ans). Sur 10 ans, près de 90% des gestionnaires d'actifs sous-performent leur indice de référence²¹. Certains praticiens ou académiques ont attribué ce phénomène aux conditions de marché avec une faible dispersion des valeurs et une concentration des indices sur quelques valeurs technologiques.

La poursuite du développement de la gestion passive et du Private Equity

En 2021, les fonds indiciels dits « ETF » ont poursuivi leur croissance avec des flux cumulés atteignant près de +900 Mds\$²² sur l'année. Malgré le contexte économique de l'exercice 2022, les ETF se sont avérés particulièrement robustes, les investisseurs ayant décidé de se tourner vers ces outils comme stratégie de repositionnement de leur portefeuille. La gestion active et plus particulièrement la gestion d'actifs doit aussi faire face à l'essor des marchés de capitaux privés. La chute des marchés boursiers a conduit les investisseurs à une certaine prudence et à privilégier des investissements de long terme. Lors du premier semestre 2022, la collecte de fonds sur les marchés privés a atteint plus de 600 Mds€²².

L'apparition de nouveaux outils et solutions comme source de valeur ajoutée

L'émergence de nouvelles exigences réglementaires, la construction de portefeuille ou bien l'essor des ETF et des marchés privés ont créé de nouveaux besoins. Le développement de solutions *Digital* et de *Data* a permis la personnalisation de portefeuilles à plus grande échelle et l'augmentation des parts de marchés notamment auprès des investisseurs *Retail*. Par ailleurs, avec l'arrivée de nouveaux types d'investisseurs (cryptomonnaies, etc..) les gestionnaires conçoivent de nouvelles approches de ventes de leur fonds. En effet, avec l'émergence de nouvelles technologies (analyse de données, intelligence artificielle, robo-advisors²³ etc...) les gestionnaires sont en mesure d'améliorer leur compréhension des besoins de la clientèle et de fournir ainsi une offre d'investissement personnalisée.

¹⁹ Morningstar Active/Passive Barometer Decembre 2019

²⁰ Ou fonds indiciel coté ou *Trackers*.

²¹ Source : SPIVA Europe Scorecard

²² QUANTALYS HARVEST GROUP « Les tendances de l'industrie de l'Asset Management : La confirmation d'un nouveau paradigme »

²³ Plateformes qui proposent des conseils d'investissement automatisés à une clientèle. Ces plateformes utilisent des algorithmes pour personnaliser les recommandations en fonction du profil d'investissement de chaque individu.

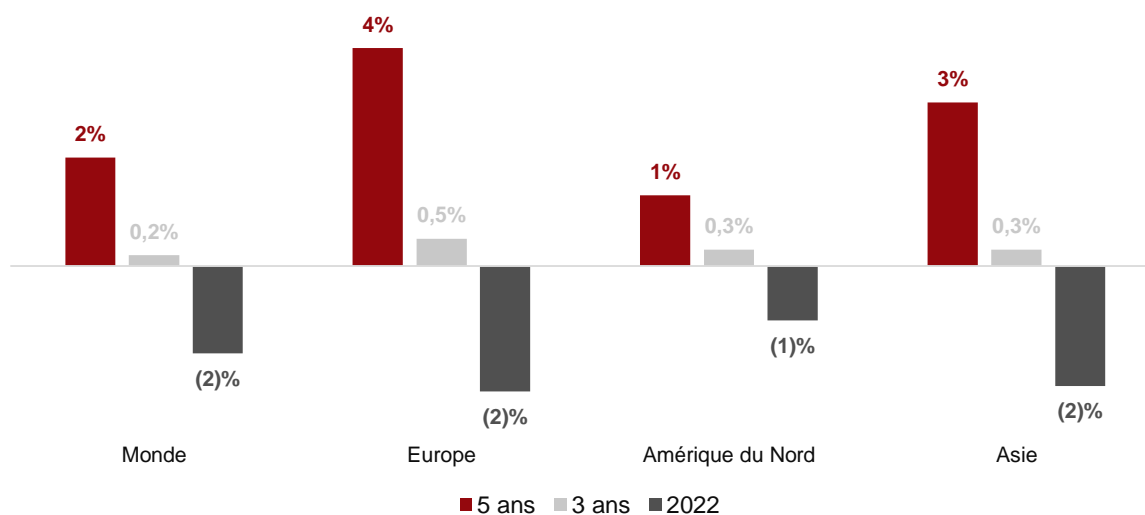
Stratégie de concentration pour créer des entités fortes et transverses

Afin de bénéficier des grandes tendances du secteur (essor des marchés privés, ETF, solutions de gestion et transformation digitale), les gestionnaires de portefeuilles doivent constamment maintenir le repositionnement de leur marque. Néanmoins, le contexte macroéconomique actuel offre de nombreuses opportunités de rapprochement ou d'acquisitions, de transferts de talents ou des partenariats. Face à ces nombreux défis, l'environnement concurrentiel de la gestion d'actifs évolue en donnant naissance à des gérants dits « hybrides »²⁴.

L'avenir de l'ESG

Suite à plusieurs années de forte croissance, la dynamique de l'approche ESG a nettement ralenti en 2022 dans un contexte macroéconomique et géopolitique marqué par la hausse des prix de l'énergie et des taux d'intérêts. Une tendance qui s'explique par la sous-pondération du secteur de l'énergie et la surpondération des sociétés technologiques. En Europe, on comptabilise 1 330 Mds€ d'euros investis dans des fonds ESG soit 10% du PIB de l'Union Européenne en 2020 et d'ici 2025, les actifs ESG devraient représenter entre 7.400 Mds€ et 9 000 Mds€²⁵ en Europe.

Figure 18 - Performances relatives des indices ESG (MSCI)



Source : ALL NEWS « 2022, FINANCE ET ESG, année charnière ? »

²⁴ L'évolution de cet environnement se manifeste de différentes manières à savoir (i) le développement d'une identité de marque propre à une activité à l'instar de la FINANCIERE DE L'ECHIQUIER qui s'est dotée d'une nouvelle identité de marque pour son activité de gestion privée ECHIQUIER GESTION PRIVEE ; (ii) Le rapprochement entre des cabinets de conseil financier et des Asset Manager comme CYRUS CONSEIL avec AMPLGEGEST et HEREZ avec FOURPOINTS INVESTMENTS MANAGERS.

²⁵ The ESG opportunity in Europe, juin 2022, PWC

En synthèse, les marchés de la banque privée et de la gestion d'actifs font face à de nombreux défis sur les aspects (i) technologiques avec l'essor de la gestion passive et (ii) clients avec une évolution des préférences des investisseurs. Cependant, des solutions se développent progressivement pour répondre à ces nouveaux besoins à l'image du renforcement de l'intégration des facteurs ESG dans la composition des portefeuilles et l'émergence de nouvelles technologies comme l'intelligence artificielle ou la *blockchain* qui transformeront profondément la façon dont les actifs seront gérés. ROTHSCHILD & CO a su montrer une certaine adaptabilité *via* notamment ses stratégies de gestion *4 change* et *Thematic* et ses opérations de croissance externe avec l'acquisition de la BANQUE PÂRIS BERTRAND.

3.1.3 Présentation du marché du capital-investissement et de la dette privée

3.1.3.1 Le *Private Equity* et la *Private debt*

Le *Private Equity*, consiste à investir au sein d'entreprises non cotées. L'investissement s'effectue de manière directe ou au travers de sociétés ou de fonds. Il existe différentes formes d'investissement en fonction de la taille et du niveau de développement de la société.

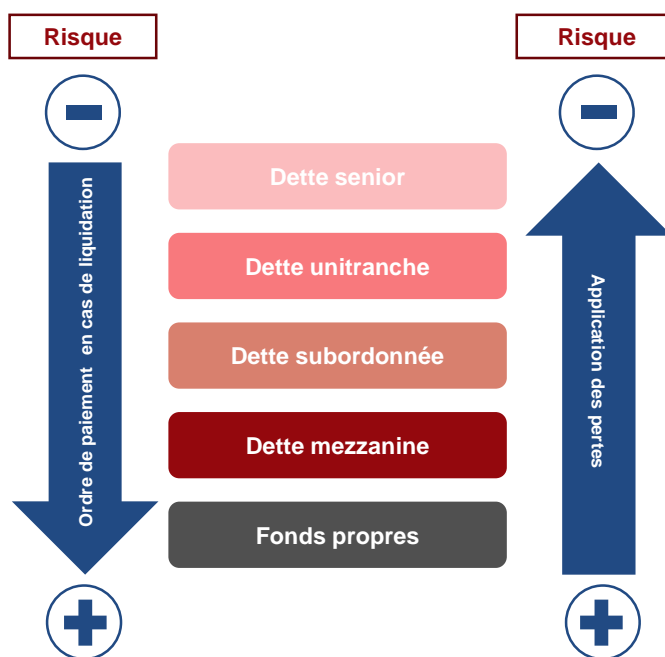
- Le **capital-risque**, connu sous le nom de *Venture Capital*, qui regroupe l'ensemble des investissements dans des sociétés encore en phase d'amorçage ou en début de croissance de types *startups* ;
- Le **capital-développement**, connu sous le nom de *Growth Capital*, qui correspond aux investissements au sein des entreprises mûres ayant déjà un certain niveau de rentabilité et souhaitant accroître leur part de marché ;
- Le **capital-retournement** qui consiste à investir et accompagner les entreprises en difficulté afin de les redresser ;
- Le **capital-transmission** qui est le processus de modification de l'actionnariat d'une entreprise. Ainsi, lorsque les actionnaires majoritaires souhaitent céder leurs parts d'autres investisseurs doivent être mobilisés et, dans ce type de contexte, les fonds de capital-transmission interviennent souvent dans le cadre d'un LBO.

La *Private Debt* consiste à financer *via* des fonds spécialisés des entreprises grâce à des outils de dettes alternatifs aux sources traditionnelles. Les principaux niveaux de financement proposés, par niveaux de risques croissants, sont :

- La dette senior, souvent qualifiée de dette privilégiée, bénéficie de garanties spécifiques permettant son remboursement prioritaire par rapport aux dettes subordonnées. Etant donné sa relative sûreté, la dette senior est par définition moins rémunératrice que les autres dettes. La dette senior se décompose généralement en trois tranches : **(i)** une tranche A souvent courte et amortissable, qui le plus souvent se rembourse de manière linéaire, sur un horizon de 6 à 7 ans **(ii)** une tranche B qui a une maturité sensiblement plus longue et est remboursée ou refinancée à maturité, et a un coût plus élevé que la tranche A, et **(iii)** une tranche C qui se caractérise par rang de séniorité inférieur, et qui de ce fait, est plus coûteuse que les tranches A et B ;

- La dette unitranche est un produit de dette hybride du fait de sa composition mixte entre une dette senior et une dette subordonnée dans un seule tranche. La maturité de cette dette peut atteindre 8 ans et son rendement est supérieur à la dette senior ;
- La dette subordonnée (ou dette mezzanine) est une dette subordonnée au remboursement de la dette senior. Elle regroupe deux types de dettes se présentant de la manière suivante :
 - Les obligations à haut rendement (« *High Yield* ») sont des émissions de dettes *via* les marchés obligataires afin de financer les LBO les plus importants. Ces obligations ont une note comprise entre BB+ et D représentant un « profil risqué » de la solvabilité de la société émettrice. Contrairement à la dette senior qui présente plusieurs types de remboursement selon les tranches susmentionnées, les obligations *High Yield* présentent l'avantage de n'être remboursables qu'*in fine* ;
 - Les dettes mezzanines sont généralement des titres hybrides à l'instar d'obligations convertibles (comme les « OC » et les « OBSA²⁶ »). La rentabilité de ce type de dettes repose sur **(i)** un taux d'intérêt payé en numéraire chaque année en plus **(ii)** d'un intérêt capitalisé (PIK)²⁷, et s'accompagnant dans certains cas **(iii)** d'une participation à la plus-value réalisée. Etant donné le caractère relativement risqué de ces instruments, les investisseurs demandent une rentabilité plus élevée que les dettes susmentionnées mais également un droit de regard sur la gestion de la Société.

Figure 19 - Classification des différentes natures de dettes selon le niveau de risque



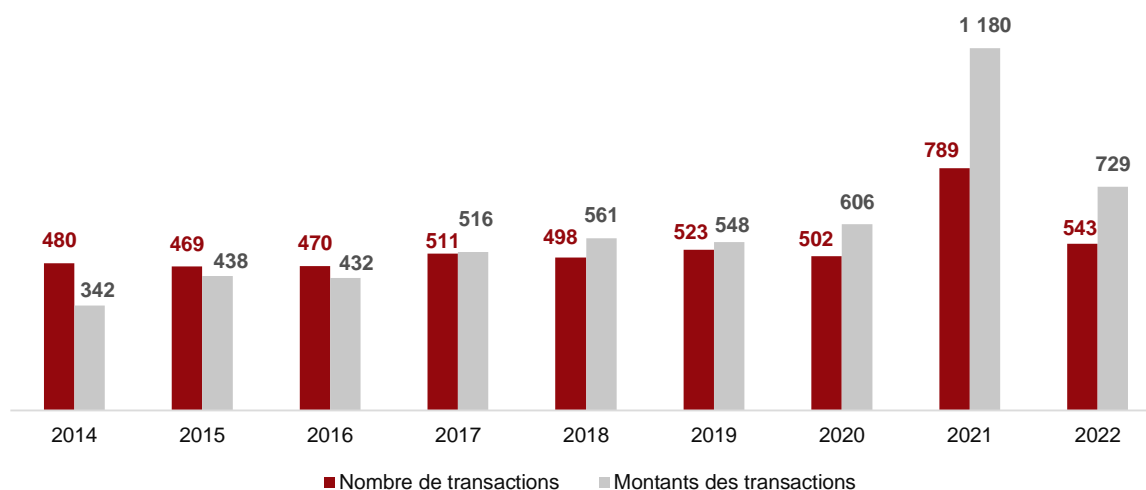
Source : PREQIN

²⁶ Les Obligations à Bons de Souscription en Actions (OBSA)

²⁷ La dette PIK (in fine), qui ne demande aucun remboursement du capital au cours de l'opération, permet notamment de limiter les besoins en trésorerie pour les PME

L'année 2022 a été marquée par un exercice hétérogène avec un premier semestre ayant conservé une dynamique proche des records de 2021. Cependant, au second semestre, les sociétés de capital-investissement ont été plus prudentes face à la montée des pressions inflationnistes, à la remontée des taux et la mise sous tensions des marchés financiers, ce qui a restreint l'accès aux sources traditionnelles de financement du capital-investissement. L'activité du capital investissement a donc décliné passant d'une valeur de transaction de 1 180 Mds\$ en 2021 à 729 Mds\$ en 2022²⁸ (cf. Figure 20).

Figure 20 - Evolution des transactions de *private equity* dans le monde en volume et en valeur (en Mds\$)

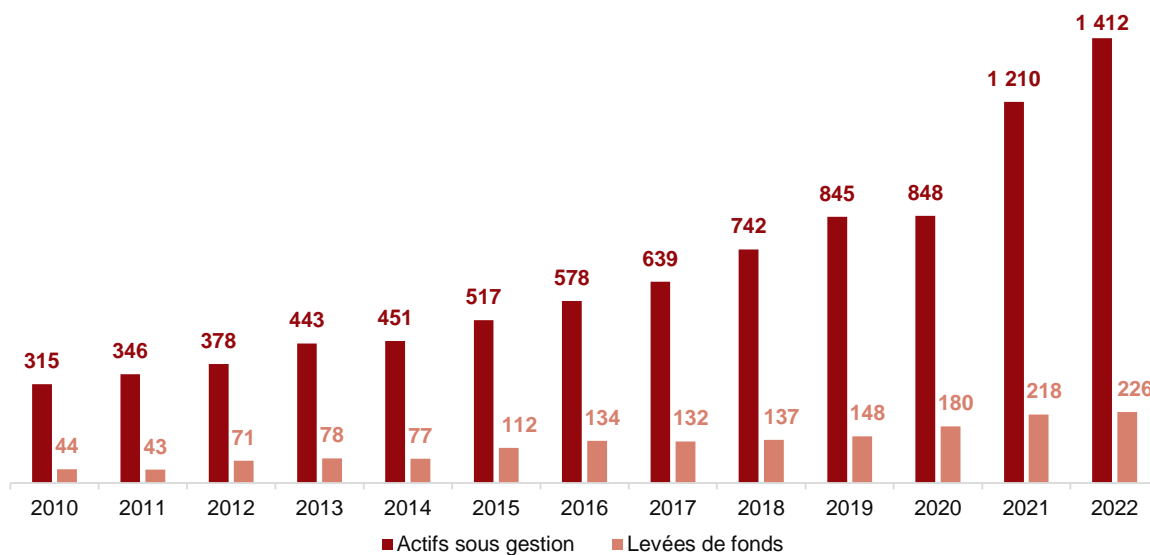


Source : Private Equity Pulse : Five takeaways from 4Q 2022, EY

Les levées de fonds en dette privée ont néanmoins atteint près de 225,7 Mds\$ en 2022, soit plus que les 218,3 Mds\$ observés l'année précédente. Selon un récent rapport publié par la société privée de données d'investissement PREQIN, la dette privée est l'une des classes d'actifs qui a connu la plus forte croissance ces dernières années. De fait, les actifs sous gestion, au sein de cette classe d'actifs, ont augmenté à un taux de croissance annuel moyen de 13,3% entre 2010 et 2022 à l'échelle mondiale.

²⁸ Private Equity Pulse: Fivetakeaways from 4Q 2022, EY

Figure 21 - Actifs sous gestion et levées de fonds de dettes privées dans le monde (en Mds\$)



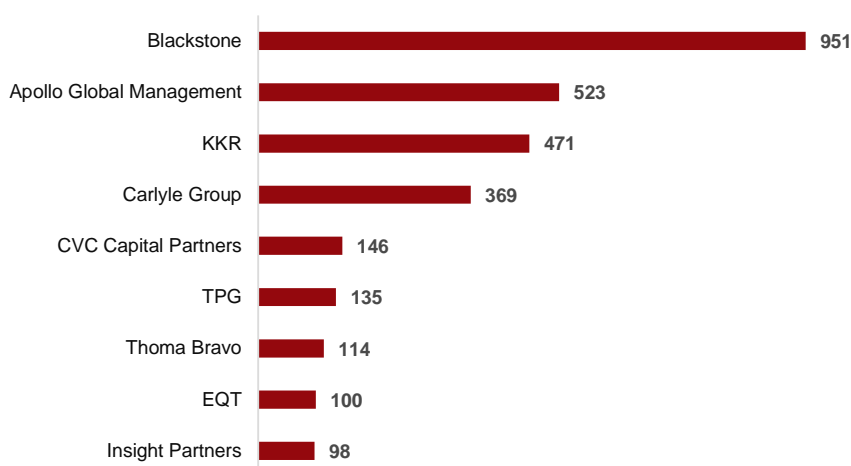
Source : PREQIN

À la fin de 2022, le nombre de fonds de dette privée dans le monde est passé de 710 à 837²⁹ - soit une augmentation de 18%.

3.1.3.2 Acteurs du capital-investissement

Le capital investissement est un marché composé de multiples acteurs dominés par des gestionnaires américains. CVC CAPITAL PARTNERS (fonds luxembourgeois) et EQT PARTNERS (fonds suédois) sont les seules sociétés européennes figurant dans les 10 plus grands acteurs du marché.

Figure 22 - Gestionnaires d'actifs les plus importants du private equity, en fonction de la valeur des actifs sous gestion (en Mds\$)



Source : DEALROOM

²⁹ PREQIN

Le marché français est majoritairement dominé par des acteurs nationaux comme ARDIAN (120 Mds€ d'actifs sous gestion ou conseillés), BPIFRANCE (27,5 Mds€), EURAZEO (27,0 Mds€), ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS, MERIDIAM (15 Mds€), PAI PARTNERS (13,9 Mds€), ACCESS CAPITAL PARTNERS (13,0 Mds€), AMUNDI PEF (10,4 Mds€), WENDEL (10 Mds€) et NATIXIS IM (8,7 Mds€).

L'environnement concurrentiel du capital investissement est composé d'acteurs aux profils diversifiés selon les quatre groupes suivants :

- **Les gestionnaires indépendants** qui sont les plus nombreux sur le marché et se caractérisent par leur grande diversité avec à la fois des acteurs mondiaux et des champions nationaux ;
- **Les banques et assurances**, bien qu'elles aient progressivement réduit leur exposition au capital investissement au cours des dernières années, certaines d'entre elles continuent à se distinguer à l'image de CRÉDIT AGRICOLE (AMUNDI PRIVATE EQUITY FUNDS), la BPCE (NATIXIS INVESTMENT MANAGERS) ou le CREDIT MUTUEL (CRÉDIT MUTUEL EQUITY). Du côté des assureurs, seuls AXA et ALLIANZ sont des acteurs significatifs du marché français ;
- **Les fonds de *Venture Capital*** sont des *business angels* ou des fonds d'investissement spécialisés uniquement sur ce segment afin d'accompagner des *startups* dans leur déploiement ;
- **Les acteurs publics**, à l'instar de la BPIFRANCE via sa filiale dédiée, sont également présents dans l'accompagnement des entreprises, et ce, sur l'ensemble de la chaîne du capital-innovation au capital-transmission.

Figure 23 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché du *private equity*



Source : Analyses FINEXSI, XERFI

3.1.3.3 Enjeux et défis du capital investissement

Politiques monétaires et taux d'intérêt

Le capital investissement est sensible aux politiques monétaires et au « *forward guidances* » des banques centrales, ce qui fait des taux d'intérêts un élément déterminant pour les différents acteurs. Ainsi, une politique monétaire expansionniste avec des taux d'intérêt bas aura tendance à stimuler l'économie en accroissant les opportunités d'investissement et les opérations avec effet de levier comme les *Leveraged Buy Out*³⁰. Dans un contexte de remontée des taux, les banques sont plus réticentes à prêter, et ce, à des taux bien plus élevés, ce qui pénalise de fait le marché du capital investissement, comme en atteste la chute de 66% en glissement annuel du marché du « *leveraged finance* » en Europe entre début janvier et mi-mars 2023³¹.

Evolution du cadre réglementaire et fiscal

Le marché européen du capital-investissement est sujet à des contraintes réglementaires ayant des effets importants sur l'activité. En effet, l'évolution des normes prudentielles applicables aux acteurs financiers à l'image de Bâle III ou IV pour les banques, Solvency II pour les assurances et les nouvelles normes fiscales pour les PEA et *corporate venture* conduit les investisseurs à faire évoluer leur arbitrage. Par exemple en France, les pouvoirs publics ont mis en place des incitations fiscales auprès de grandes entreprises accompagnant les sociétés innovantes. Ces dernières pourront amortir sur 5 ans, dans la limite de 1% de leur actif, leur souscriptions minoritaires au capital de PME innovantes. Dans la même logique, la création d'un dispositif, dans le cadre de la loi MACRON du 6 août 2015, permettant au particulier d'investir dans le *private equity via* leur assurance vie.

La diversification de l'activité

De plus en plus d'opérateurs du secteur ont décidé de diversifier leur activité en investissant dans d'autres segment du *private equity* ou sur de nouveaux marchés porteurs comme la santé ou le digital. D'autres décident de se placer sur d'autres classes d'actifs en se tournant vers la dette privée notamment à l'image de fonds de dette mezzanine ou sur des opérations de rachat de dette décotée. Selon FRANCE INVEST en 2021, sur 400 membres actifs en France, une quarantaine investissent dans la dette privée et les infrastructures.

L'action d'institutions publiques

En plus des mesures réglementaires ou fiscales, les pouvoirs publics ont un impact direct sur le secteur du capital-investissement à l'image de BPIFRANCE créée en 2013 qui a dynamisé l'activité du *private equity* en France. L'arrivée de ce type d'acteurs a permis de structurer le secteur et de financer plusieurs projets.

³⁰ Le leveraged buy-out (LBO) ou rachat avec effet de levier est un montage financier permettant le rachat d'une entreprise en ayant recours à beaucoup d'endettement

³¹ "La hausse des taux grippe les fusions-acquisitions dans le private equity" LES ECHOS – avril 2023

Essor de l'ESG

Sur fond de réglementation, la thématique ESG devient de plus en plus importante dans la stratégie d'investissement des gestionnaires. En effet, selon une enquête menée par BAIN & COMPANY et l'INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION (LP), 70% des investisseurs déclarent être sensibilisés à la thématique. Au travers de ces investisseurs, 85% ont développé une stratégie spécifique pour leur portefeuille de *private equity* couvrant en moyenne 76% de leurs encours. D'après l'étude réalisée par DELOITTE et FRANCE INVEST, 42% des opérations réalisées en 2022 ont intégré la mise en place d'indicateurs ESG avec variation du taux d'intérêt.

Pour renforcer leur engagement et leur attractivité, des équipes dirigeantes de sociétés de gestion ont décidé d'indexer une partie de leur *carried interest* sur les objectifs de *sustainability* du fonds sous gestion. Néanmoins, l'intégration des données extra-financières dans le capital-investissement reste plus difficile que pour des sociétés cotées, et ce, malgré l'extension des réglementations européennes, en raison de la forte disparité de méthodologies et de référentiels.

Les nouveaux enjeux des relations LPs³²-GPs³³

La crise de 2007-2008 a eu un impact considérable sur l'industrie et les fonds LBO. Dans un contexte où les LPs ont été confrontés à des pertes significatives et à une moindre liquidité de leurs investissements, ces derniers ont renforcé, depuis lors, leur « *due diligence* » dans le cadre de la sélection des fonds et ont exigé une transparence accrue de l'information de la part des GPs en matière de gestion des risques, de frais, et de performance des investissements (*reporting* de plus en plus précis incluant les aspects extra-financiers ESG, créations d'équipes de relations investisseurs, etc.). La relation entre les LPs et les GPs repose sur un accord contractuel, généralement formalisé dans un document appelé le « *Limited Partnership Agreement* » (LPA) qui établit les droits et les responsabilités de chaque partie.

Outre le *reporting* ESG, d'autres mesures visant à renforcer la présence des LP à la gouvernance des fonds ont été mises en place comme la création des Sociétés de Libre Partenariat (SLP) qui sont des structures juridiques d'investissement très flexibles, mises en œuvre par la loi MACRON, permettant notamment d'apporter une sécurité juridique aux gestionnaires et aux investisseurs. Néanmoins, les enjeux de ces relations de gouvernance restent centraux. Malgré l'ensemble de mesures mises en place, certaines situations conflictuelles mettent souvent en exergue les pouvoirs des GPs notamment pour l'organisation des investissements au détriment des LPs qui n'ont qu'une partielle maîtrise des cas d'investissements et du calendrier qui en découle.

³² Les « Limited Partners » (LPs) sont généralement des particuliers ou des institutions qui s'engagent à investir dans un fonds. Les LP investissent généralement pour une durée assez longue.

³³ Le « General Partner » (GPs) du fonds est la société de gestion, et par extension, ses associés ou associés dirigeants. Les General Partners gèrent le fonds, notamment en sélectionnant les investissements au sein du portefeuille de fonds.

3.1.4 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Forces

- Des services et des produits diversifiés bénéficiant d'une reconnaissance de marque d'excellence ;
- Un leader en Europe dans le domaine du Conseil Financier depuis 15 ans (par le nombre d'opérations de fusions-acquisitions réalisées) ;
- Une forte attractivité en raison d'un *track record* prestigieux d'opérations de fusions - acquisitions ;
- Un niveau de fonds propres réglementaires solides offrant un important potentiel de développement ;
- Une relation et un engagement de long terme avec ses clients ;
- De fortes synergies entre les différentes divisions du Groupe ;
- Un portefeuille de capital-investissement et de dette privée diversifié au travers de différentes classes d'actifs permettant au Groupe de bénéficier de solides revenus liés à la performance des investissements, et d'une croissance significative des revenus récurrents.

Faiblesses

- Cyclicité du marché des fusions & acquisitions et dépendance du Groupe à ce métier ;
- Exigences de la réglementation bancaire, pouvant impacter les fondamentaux du Groupe notamment en termes de risques, de rémunération (plafonnée et différée), d'attractivité et de rentabilité (ROE) ;
- Niveau historique de *turnover* important au sein des jeunes équipes M&A ;
- Coûts élevés liés au remplacement de certaines compétences et expertises clés, notamment pour les grades les plus élevés (*Director, Managing Director*) ;
- Forte volatilité des revenus du *Merchant Banking* ;
- Taille modeste de l'activité WAM limitant la croissance et la rentabilité ;
- Taille critique non atteinte aux Etats-Unis.

Opportunités

- Contexte macroéconomique de hausse des taux favorable au métier du *Wealth and Asset Management* ;
- Développement des activités de Conseil Financier aux Etats-Unis ;
- Accélération des innovations technologiques (*Data, Intelligence Artificielle*) permettant d'offrir une vaste gamme de services personnalisés ;
- Opportunité de rapprochement ou d'acquisition dans un contexte économique complexe ;
- Opportunité d'investissements long-terme et d'accroissement du niveau de collecte sur le segment du *Merchant Banking* afin d'assurer une pérennité des revenus récurrents ;
- Renforcement et prise de nouvelles parts de marché sur le segment des investissements durables et des normes ESG (fonds labellisés ISR, etc.)

Menaces

- Contexte macroéconomique incertain augmentant la volatilité des actifs sous-jacents ;
- Politique monétaire restrictive et remontée des taux impactant négativement les marchés financiers et les opérations de croissance externe ;
- Réglementation bancaire pouvant réduire la compétitivité impactant notamment le retour sur capitaux propres des banques européennes au profit des banques américaines ;
- Renforcement de la concurrence notamment lié à un phénomène de concentration du secteur (concurrence dans le recrutement et dans la capacité à conserver les talents).

Source : Analyses FINEXSI

4. Analyse financière de ROTHSCHILD & Co

Les états financiers consolidés de ROTHSCHILD & Co, tels que présentés dans les rapports annuels 2018 à 2022 sont résumés ci-après.

Les comptes consolidés résumés ci-dessous pour les exercices 2018 à 2022 ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de ROTHSCHILD & Co, les cabinets KPMG SA et CAILLIAU DEDOUIT ET ASSOCIÉS.

Nous rappelons que ROTHSCHILD & Co clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année et que les données des exercices 2019 à 2021 tiennent compte de l'application des normes IFRS, notamment la norme IFRS 16 entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2019. Il est à noter que l'application de la norme IFRS 16 a un impact limité³⁴ sur les comptes du Groupe.

³⁴ Lors de la transition vers l'IFRS 16, le Groupe a comptabilisé 240 M€ de droits d'utilisation et 266 M€ de dettes de loyers.

4.1 Compte de résultat consolidé de 2018 à 2022

Tableau 4 - Compte de résultat consolidé de ROTHSCHILD & Co de 2018 à 2022

En €M - Au 31 décembre	Avant IFRS-16	Après IFRS-16			
	2018	2019	2020	2021	2022
Intérêts et produits assimilés	137,4	143,1	101,5	88,9	179,8
Intérêts et charges assimilées	(59,5)	(74,6)	(48,2)	(43,9)	(56,6)
Commissions	1 768,3	1 664,8	1 681,4	2 550,0	2 544,2
Gains ou pertes nets sur instruments financiers	129,4	135,4	65,4	330,5	297,8
Gains ou pertes nets résultat de la décomptabilisation d'actifs financiers au coût amorti	(0,3)	0,3	(1,1)	(1,5)	(0,0)
Autres activités	0,4	3,1	(0,0)	0,9	0,2
Produit net bancaire	1 975,8	1 872,0	1 798,9	2 925,0	2 965,4
<i>% croissance</i>	<i>38,9 %</i>	<i>(5,3)%</i>	<i>(3,9)%</i>	<i>62,6 %</i>	<i>1,4 %</i>
Charges de personnel	(1 097,8)	(1 064,7)	(1 096,1)	(1 452,5)	(1 575,4)
Autres charges d'exploitation	(308,7)	(289,0)	(254,8)	(267,3)	(333,0)
Dotations aux amortissements	(30,2)	(66,5)	(67,3)	(72,6)	(87,3)
Résultat brut d'exploitation	539,1	451,8	380,7	1 132,5	969,7
<i>% croissance</i>	<i>58,6 %</i>	<i>(16,2)%</i>	<i>(15,7)%</i>	<i>197,5 %</i>	<i>(14,4)%</i>
<i>% du produit net bancaire</i>	<i>27,3 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>21,2 %</i>	<i>38,7 %</i>	<i>32,7 %</i>
Coût du risque	(4,3)	(5,9)	(7,3)	(1,5)	(2,9)
Résultat d'exploitation	534,8	445,8	373,4	1 131,0	966,8
<i>% croissance</i>	<i>59,5 %</i>	<i>(16,6)%</i>	<i>(16,2)%</i>	<i>202,9 %</i>	<i>(14,5)%</i>
<i>% du produit net bancaire</i>	<i>27,1 %</i>	<i>23,8 %</i>	<i>20,8 %</i>	<i>38,7 %</i>	<i>32,6 %</i>
Quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence	0,3	0,3	0,5	0,5	(2,1)
Dépréciation des écarts d'acquisitions	(0,6)	-	-	-	-
Gains ou pertes nets sur autres actifs	(3,9)	18,4	(5,0)	(0,6)	(6,2)
Résultat avant impôts	530,6	464,5	369,0	1 130,9	958,6
Impôts sur le résultat	(76,8)	(68,0)	(59,7)	(169,8)	(157,8)
Résultat net consolidé	453,8	396,5	309,2	961,1	800,8
<i>Intérêts minoritaires</i>	<i>167,5</i>	<i>153,8</i>	<i>148,7</i>	<i>195,3</i>	<i>195,2</i>
Resultat net part du Groupe	286,3	242,7	160,5	765,8	605,6
<i>% croissance</i>	<i>50,2 %</i>	<i>(15,2)%</i>	<i>(33,9)%</i>	<i>377,1 %</i>	<i>(20,9)%</i>
<i>% du produit net bancaire</i>	<i>14,5 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>26,2 %</i>	<i>20,4 %</i>

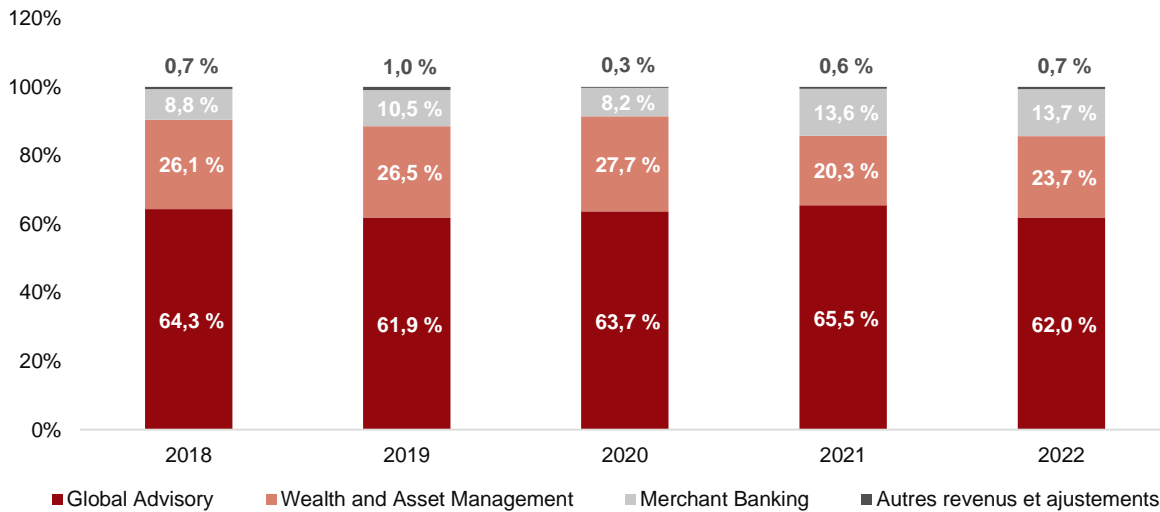
Sources : Rapports annuels et URD 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

Nous analysons ci-après l'évolution des principaux agrégats du compte de résultat sur la période 2018 - 2022.

4.1.1 Produit Net Bancaire

La répartition du Produit Net Bancaire (ci-après « **PNB** ») du Groupe par division au cours de la période analysée est présentée ci-après :

Figure 24 - Répartition du PNB du Groupe par division de 2018 à 2022 (en %)

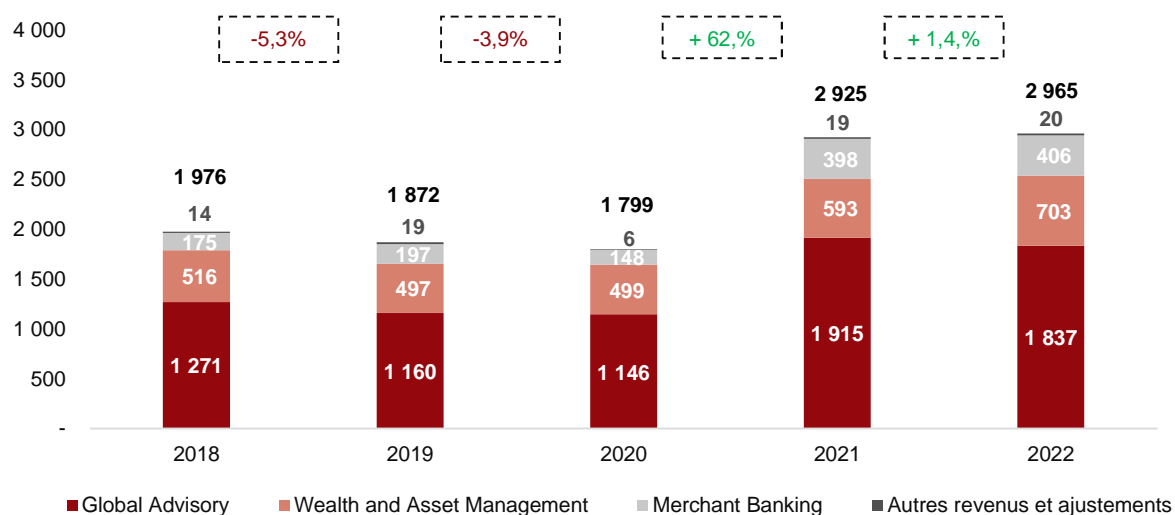


Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

Le poids des activités de *Merchant Banking* a favorablement évolué dans le mix métiers du Groupe sur la période analysée, progressant de 8,8% du PNB en 2018 (175 M€) à 13,7% en 2022 (406 M€). Les poids des activités de *Global Advisory* et de *Wealth and Asset Management* ont été quant à eux réduits respectivement de 64,3% à 62,0% et de 26,1% à 23,7% sur la période. Cette tendance s'explique notamment par la croissance des revenus liés à la performance des investissements qui, entre 2018 et 2022 ont connu une croissance annuelle moyenne de 23,4% mais aussi par une consolidation des revenus récurrents.

Nous présentons ci-après l'évolution du PNB total du Groupe sur la période analysée :

Figure 25 - Evolution du PNB du Groupe entre 2018 et 2022 (en M€)



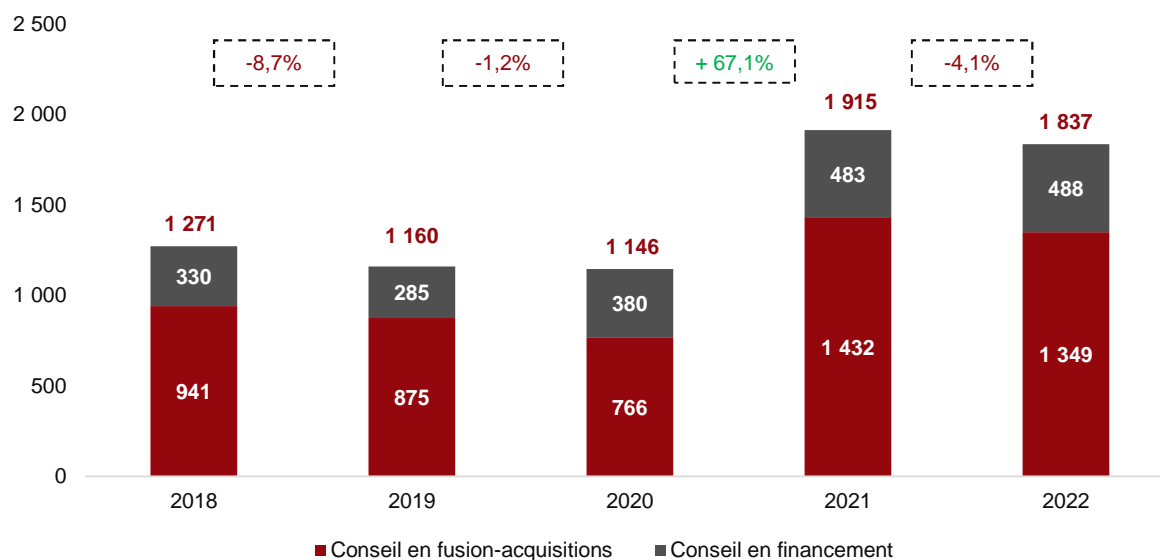
Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

Entre 2019 et 2022, le Groupe a enregistré une croissance significative de son PNB, soutenue par ses trois divisions. Cependant la croissance la plus marquée provient de l'activité de *Merchant Banking*, dont la croissance annuelle moyenne s'est élevée à 24% sur la période. Cette performance est attribuable à une expansion importante du montant d'actifs sous gestion, résultant d'une politique ambitieuse de levées de fonds. Les divisions *Global Advisory* et *Wealth and Asset Management* ont également enregistré une croissance significative, de 10% par an, soutenue par un environnement économique favorable et une stratégie de croissance externe ambitieuse afin d'intégrer de nouveaux marchés, comme en témoigne l'acquisition de la BANQUE PÂRIS BERTRAND.

Sur le dernier exercice clos, ROTHSCHILD & CO a fait état d'un PNB de 2.965 M€, en croissance de 1,4% par rapport à 2021, soutenu en particulier par les activités de *Wealth and Asset Management*, dans le contexte de la hausse des taux d'intérêts.

Global Advisory

Figure 26 - Répartition du PNB de la division *Global Advisory* entre 2018 et 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

En 2019, bien que le Groupe ait surperformé le marché, le PNB de la division (1.160 M€) a connu une contraction d'environ 9% par rapport à 2018 en raison de la baisse de l'activité en valeur (331 Mds€ vs. 381 Mds€) et en volume de transactions (338 vs. 383)³⁵ mais également en raison d'une diminution de 14% des revenus du conseil en financement (285 M€ vs. 330 M€ à 2018). La tendance observée dans le conseil en financement relève principalement de facteurs macroéconomiques, dont un marché actions volatil et une activité de restructuration d'entreprises peu dynamique.

En 2020, la division *Global Advisory* s'est montrée particulièrement résiliente dans le contexte de la crise de la Covid-19, avec une baisse limitée de 1% de ses revenus, s'établissant à 1 146 M€. Précisons que les deux segments de la division ont fait l'objet d'évolutions contraires. En effet, le conseil en fusions-acquisitions a fait état d'un recul de 14% avec un revenu passant de 875 M€ à 766 M€ en 2020. Ce recul a été toutefois compensé par la croissance de l'activité du conseil en financement (+33% par rapport à 2019) qui a bénéficié tout au long de l'année d'une tendance favorable en termes de conseils en gestion de BFR, de liquidités, de conseils en restructuration, en financement et, plus globalement, en redressement de bilan.

³⁵ La baisse de l'activité relève plus d'un effet volume que d'un effet valeur, le ratio valeur des transactions / nombre de transactions étant relativement stable

L'année 2021 a connu ensuite un fort rebond qui s'est traduit par un exercice historique pour la division *Global Advisory* avec un revenu de 1 915 M€ en hausse de 67% sur un an, reflétant ainsi le regain d'activité sur le marché mondial du conseil en fusions-acquisitions, qui a réalisé l'année la plus prolifique de son histoire avec une valeur totale cumulée des transactions dépassant les 5.000 Mds\$³⁶. En fusions-acquisitions, ROTHSCILD & CO a conseillé 456 transactions (+162 par rapport à l'exercice précédent), lui permettant de réaliser un PNB de 1.432 M€ (+666 M€), en hausse de 87%, faisant du Groupe non seulement le n°1 en Europe mais également le n°4 mondial en nombre d'opérations réalisées au cours de l'exercice. Le conseil en financement a quant à lui poursuivi sa croissance avec des revenus atteignant 483 M€ (+27%). Cette performance a été soutenue par de nombreuses opérations de financement innovantes et liées notamment à l'essor du développement durable ainsi qu'à des levées de fonds significatives dans le secteur des énergies renouvelables.

La division a été marquée par un ralentissement moins important que prévu en 2022 (baisse limitée de 4% par rapport 2021). Pour autant, l'exercice 2022 est resté exceptionnel et a permis de réaliser la deuxième meilleure performance de l'histoire du Groupe. Les revenus issus du conseil en fusions-acquisitions se sont élevés à 1 349M€ (-5,8% par rapport à 2021) au travers de 425 opérations réalisées, soit une baisse limitée (-6,8% par rapport à 2021). Etant précisé que le marché du conseil en fusions-acquisitions affiche dans son ensemble une baisse de 28% du nombre d'opérations réalisées. L'activité de conseil en financement est restée globalement stable par rapport à 2021.

Figure 27 - Indicateurs clés de performance de la division *Global Advisory*

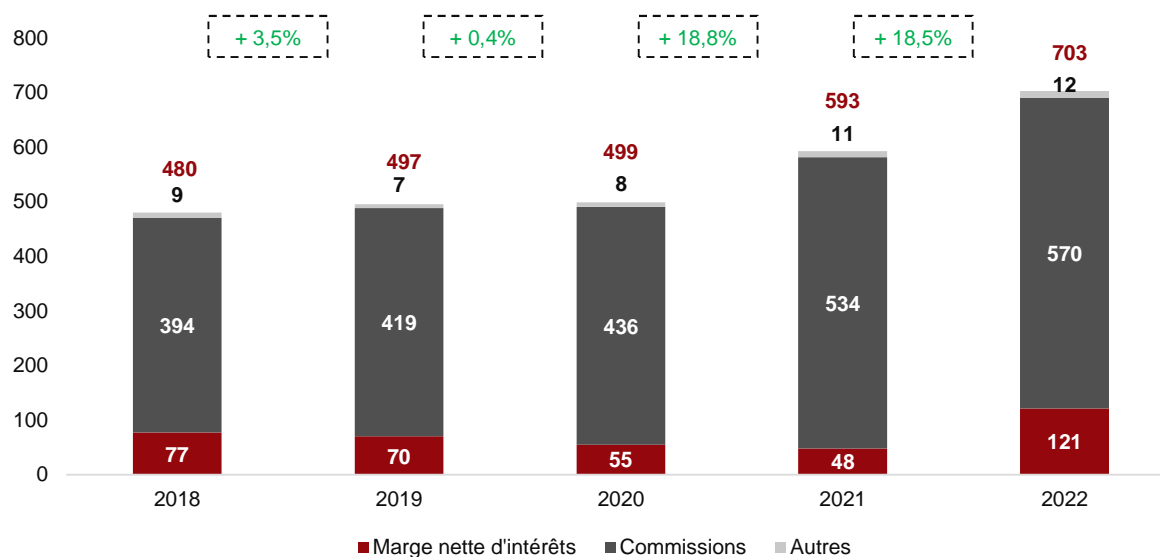
		2018	2019	2020	2021	2022	
Global Advisory	Fusions - Acquisitions	PNB	941 M€	875 M€	766 M€	1 432 M€	1 349 M€
		Nombre de transactions	383	338	294	456	425
		Valeur des transactions	381 Mds\$	331 Mds\$	262 Mds\$	413 Mds\$	417 Mds\$
		Classement européen	1er	1er	1er	1er	1er
	Conseil en financement	PNB	330 M€	285 M€	380 M€	483 M€	488 M€
		Nombre de transactions	243	243	284	285	281
		Valeur des transactions	203 Mds\$	149 Mds\$	218 Mds\$	281 Mds\$	226 Mds\$
		Classement européen	2 ^{ème}	2 ^{ème}	2 ^{ème}	1er	1er
	Total	Total PNB	1 271 M€	1 160 M€	1 146 M€	1 915 M€	1 837 M€

Sources : Rapports annuels et URD 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

³⁶ Source : Les Echos - [Plus de 5.000 milliards de dollars de fusions-acquisitions en 2021, un record | Investir \(lesechos.fr\)](https://www.lesechos.fr)

Wealth and Asset Management

Figure 28 - Répartition du PNB de la division *Wealth and Asset Management* entre 2018 et 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels et URD 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

En 2019, le PNB a progressé de +3,5% à 497 M€, grâce à l'accroissement d'environ 8% des commissions en lien avec la hausse des marchés. Cette tendance haussière a toutefois été compensée par une marge nette d'intérêts en baisse de 10%, notamment en raison d'une contraction des taux d'intérêts de la FED³⁷ et du poids croissant des taux d'intérêts négatifs³⁸ sur les dépôts auprès de la Banque Centrale Européenne. En effet, l'environnement de taux d'intérêts faibles a conduit à une baisse de 27% des revenus de trésorerie, expliquant ainsi la baisse de 10% de la marge nette d'intérêts susmentionnée, compensée en partie par la croissance des prêts envers la clientèle privée.

L'année 2020 a été marquée par une volatilité accrue des marchés dans le contexte de la crise de la Covid-19, et par la baisse des taux d'intérêt. Toutefois, les revenus 2020 sont restés globalement stables à 499 M€ en raison de :

- (i) L'augmentation des commissions (+8%) reflétant les importants volumes de transactions ;
- (ii) Une contraction de la marge nette d'intérêts d'environ 20% en raison de la politique de baisse des taux menée par la Banque Centrale Européenne et la FED, et ce, malgré la croissance des revenus d'intérêts issus des prêts aux clients privés.

³⁷ Qui reste toutefois en territoire positif (1,5% et 1,75 %)

³⁸ Le taux de facilité de dépôt fin 2019 s'établissait dès lors à -0,5%

En 2021, le revenu de la division *Wealth and Asset Management* a fait état d'une hausse d'environ 19%, à 593 M€, un niveau record à l'échelle du Groupe. La croissance s'explique par l'augmentation des commissions, de 22% (534 M€ vs. 436 M€ en 2020), en relation avec la progression des actifs et des commissions de surperformance ainsi qu'une collecte nette positive de 4,1 Mds€ principalement liée à l'activité de banque privée. Outre la collecte nette et l'effet de marché, l'augmentation significative des actifs sous gestion (+25%) relève également de l'acquisition de la BANQUE PÂRIS BERTRAND (6,7 Mds€ d'actifs sous gestion) finalisée en juillet 2021, et renforçant ainsi la part de la banque privée au sein de la division. Quant aux revenus liés à l'activité de trésorerie, la baisse de 13% observée reflète la baisse des taux d'intérêt en dollar, en livre sterling ainsi que les taux négatifs toujours pratiqués pour l'Euro et le Franc Suisse. À l'instar de 2020, la diminution des marges nettes d'intérêts a en partie été compensée par la croissance du portefeuille de prêts à la clientèle privée.

En 2022, dans un contexte de remontée des taux, le Groupe a connu une nouvelle année record avec un PNB en hausse d'environ 19%. Cette performance s'explique notamment par (i) la hausse des taux d'intérêts, et (ii) l'accroissement des commissions qui ont atteint 570 M€ (+36 M€), et ce, malgré le recul des actifs sous gestion de 2% lié à un effet négatif des marchés, des devises et de la décollecte au sein de la gestion d'actifs aux Etats-Unis³⁹.

Figure 29 - Indicateurs clés de performance de la division *Wealth and Asset Management*

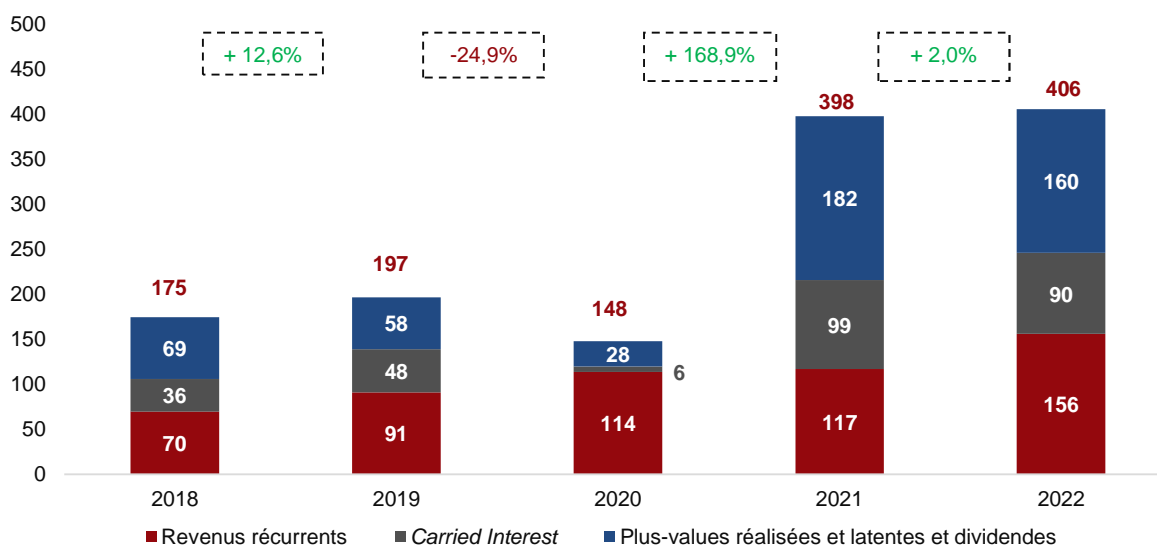
		2018	2019	2020	2021	2022		
Wealth and Asset Management	AUM	Wealth Management	42,5 Mds€	50,5 Mds€	55,8 Mds€	73,9 Mds€	73,9 Mds€	
		Asset Management Europe	18,1 Mds€	20,8 Mds€	19,4 Mds€	21,1 Mds€	20,3 Mds€	
		Asset Management Etats-Unis	8,5 Mds€	10,1 Mds€	8,2 Mds€	8,9 Mds€	7,4 Mds€	
	PNB	Autres	+	9 M€	7 M€	8 M€	11 M€	12 M€
		Marge nette d'intérêts	+	77 M€	70 M€	55 M€	48 M€	121 M€
		Commissions	+	394 M€	419 M€	436 M€	534 M€	570 M€
		PNB Total	=	480 M€	497 M€	499 M€	593 M€	703 M€

Sources : Rapports annuels et URD 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

³⁹ La Société a annoncé, en novembre 2022, la vente de ses activités de gestion d'actifs en Amérique à GREAT LAKES ADVISORS, LLC filiale de WINTRUST FINANCIAL CORPORATION, la transaction ayant été finalisée en avril 2023

Merchant Banking

Figure 30 - Répartition du PNB de la division *Merchant Banking* entre 2018 et 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels et URD 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

En 2019, le PNB de la division a progressé de 13% à 197 M€. Cette hausse s'explique par une augmentation de 30% des revenus récurrents (à 91 M€) en raison de la croissance des actifs sous gestion (+2,9 Mds€) suite au lancement des nouveaux fonds FAPI III et FASO V. La division a également bénéficié d'une hausse de 33% du « *carried interest* », dans un contexte où plusieurs fonds, à l'instar de FAPI II, ont atteint leurs seuils de déclenchement (« *hurdles rates* ») durant l'exercice. En revanche, les plus-values réalisées et latentes ainsi que les dividendes ont enregistré une baisse de 16%.

En 2020, bien que les activités de *Global Advisory* et de *Wealth and Asset Management* aient été résilientes comme indiqué ci-avant, le PNB de la division *Merchant Banking* a reculé de 25% (à environ 148 M€) en raison de la crise de la Covid-19. En effet, le Groupe a connu :

- Une hausse d'environ de 25% des commissions de gestion (« *management fees* ») du fait notamment de l'augmentation des actifs sous gestion (+12%) en lien avec le lancement des fonds FADP III et FAGC I et le lancement de nouveaux véhicules CLOs⁴⁰ en Europe et aux Etats-Unis ;
- Une forte baisse d'environ 88% des commissions de performance *i.e.* du « *carried interest* » (6 M€ contre 48 M€ l'exercice précédent) ; et
- Une baisse d'environ 51% des plus-values latentes (28 M€ contre 58 M€ en 2019) du fait de moindres revalorisations constatées au sein des différents fonds sur l'année.

⁴⁰ Collateralized Loan Obligations

En 2021, à l'instar des autres divisions, l'activité *Merchant Banking* a connu une année record avec une croissance des revenus de 169% à 398 M€ s'expliquant notamment par la performance des investissements. En effet, le Groupe a généré 99 M€ de « *carried interest* » (contre 6 M€ un an plus tôt), d'importantes plus-values (182 M€ vs. 28 M€) suite à des sorties réussies au sein du portefeuille d'investissement, et des variations favorables de positions de dette privée. Avec une hausse de 3% reflétant la croissance des actifs sous gestion du Groupe (+2,6Mds€), les revenus récurrents ont également contribué, dans une moindre mesure, à l'amélioration du revenu de la division.

En 2022, les revenus de la division se sont élevés à 406 M€, soit le niveau le plus important enregistré par la division, porté à la fois par une croissance de plus de 30% des revenus récurrents mais aussi par une contribution significative des revenus liés à la performance (bien qu'en baisse de 11% à 250 M€). La division a vu ses revenus récurrents croître significativement grâce à l'augmentation des actifs sous gestion, en lien avec le lancement de nouveaux fonds et les *closings* 2022.

Figure 31 - Indicateurs clés de performance de la division *Merchant Banking*

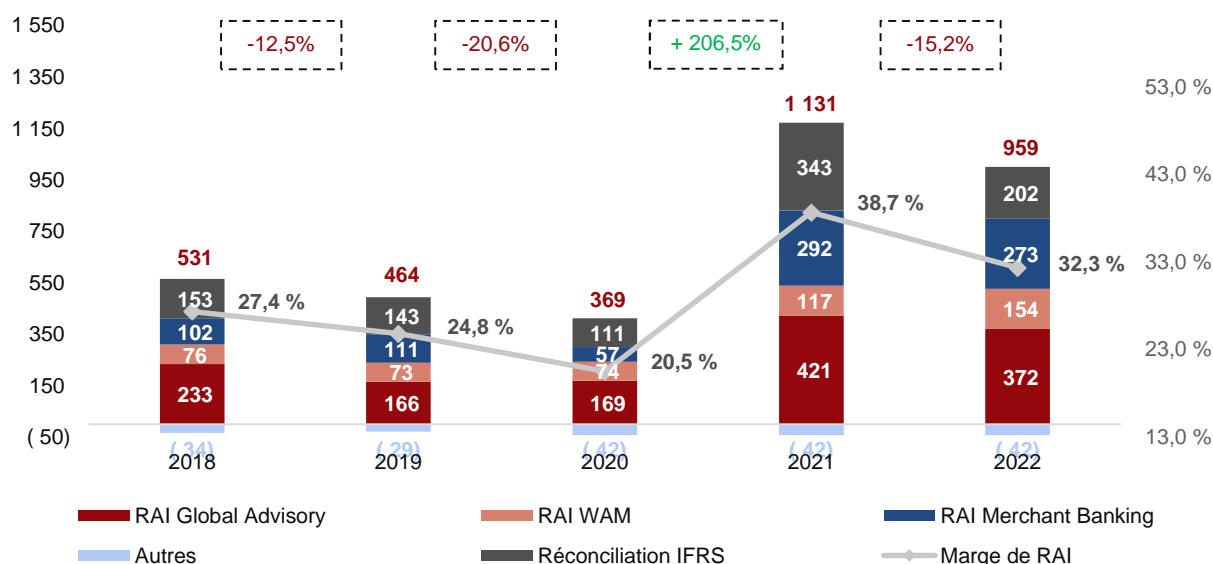
		2018	2019	2020	2021	2022	
Merchant Banking	AUM	Capital Investissement	4,9 Mds€	6,2 Mds€	6,8 Mds€	8,2 Mds€	13,0 Mds€
		Dette Privée	6,2 Mds€	7,8 Mds€	8,9 Mds€	10,1 Mds€	9,9 Mds€
	PNB	Carried Interest	36 M€	48 M€	6 M€	99 M€	90 M€
		Plus-value	69 M€	58 M€	28 M€	182 M€	160 M€
		+ Revenus liés à la performance	105 M€	106 M€	34 M€	281 M€	250 M€
		+ Revenus récurrents	70 M€	91 M€	114 M€	117 M€	156 M€
		= PNB Total	175 M€	197 M€	148 M€	398 M€	406 M€

Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

4.1.2 Résultat avant impôts

Nous présentons ci-après l'évolution du résultat avant impôts⁴¹ du Groupe au cours de la période analysée :

Figure 32 - Evolution et répartition du résultat avant impôts de ROTHSCHILD & Co entre 2018 et 2022 en (M€)



Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

Sur la période analysée, le résultat avant impôts de la Société a atteint son niveau le plus bas en 2020 dans le contexte de la crise de la Covid-19 (à 369 M€ soit une marge de 20,5% du PNB). Son niveau le plus haut a été atteint en 2021 (à 1.131 M€ soit une marge de 38,9% du PNB), en raison notamment du développement de l'activité de *Merchant banking* et de sa performance opérationnelle.

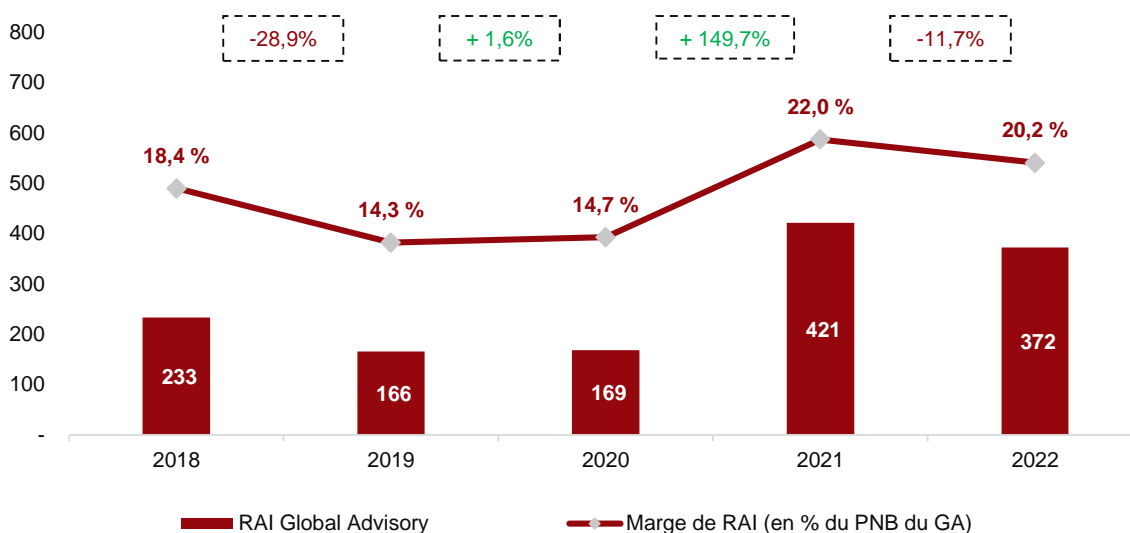
Le résultat avant impôts du dernier exercice s'est élevé à 959 M€, ce qui représente une marge de 32,3% du Produit Net Bancaire (PNB). Cependant, il a diminué de 15,6 % par rapport à l'année précédente. Cette baisse s'explique principalement par la réduction du montant des charges générales d'exploitation réaffectées, passant de 343 M€ en 2021 à 202 M€ en 2022, suite aux ajustements IFRS effectués lors des réconciliations.

De ces différentes analyses on peut constater une volatilité des résultats à raison de la volatilité des différents métiers, qui sont exposés à des facteurs d'évolution différents. La récente période examinée correspond toutefois à un haut de cycle compte tenu des niveaux d'activité exceptionnels connus en 2021 et 2022 en particulier en Global Advisory comme nous allons l'examiner.

⁴¹ Après réconciliation IFRS correspondant notamment au préciput versé aux associés-gérants en France, à la comptabilisation des bonus différés normaux et spéciaux (en 2021), les avantages au personnel concernant le régime des retraites en application d'IAS 19, l'ajout des gains et pertes non-opérationnels ou de charges administratives exclus des comptes de gestion et à la réaffectation des dépréciations et de certains produits et charges générales d'exploitation

Global Advisory

Figure 33 - Evolution du Résultat Avant Impôts (RAI) entre 2018 et 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

En 2019, le résultat avant impôts de la division *Global Advisory* a connu une baisse de 28,8% par rapport à l'exercice précédent en raison de la contraction du marché des fusions-acquisitions et du conseil en financement mais également la croissance des coûts. En effet, le Groupe a subi la hausse de certains coûts liés au marketing, à la technologie, aux données de marché et aux infrastructures informatiques, mais également au recrutement et à la fidélisation des talents. La part des charges générales d'exploitation dans le PNB est passée de 81,6% en 2018 à 85,7% en 2019.

À l'instar des revenus, la marge avant impôts a montré en 2020 une certaine résilience dans un contexte économique inédit. Cette légère amélioration est liée à une réduction maîtrisée des coûts totaux due à (i) de faibles frais de déplacement et autres coûts non liés au personnel dans le cadre des restrictions sanitaires (ii) ainsi qu'à une relative stabilité des charges de personnel.

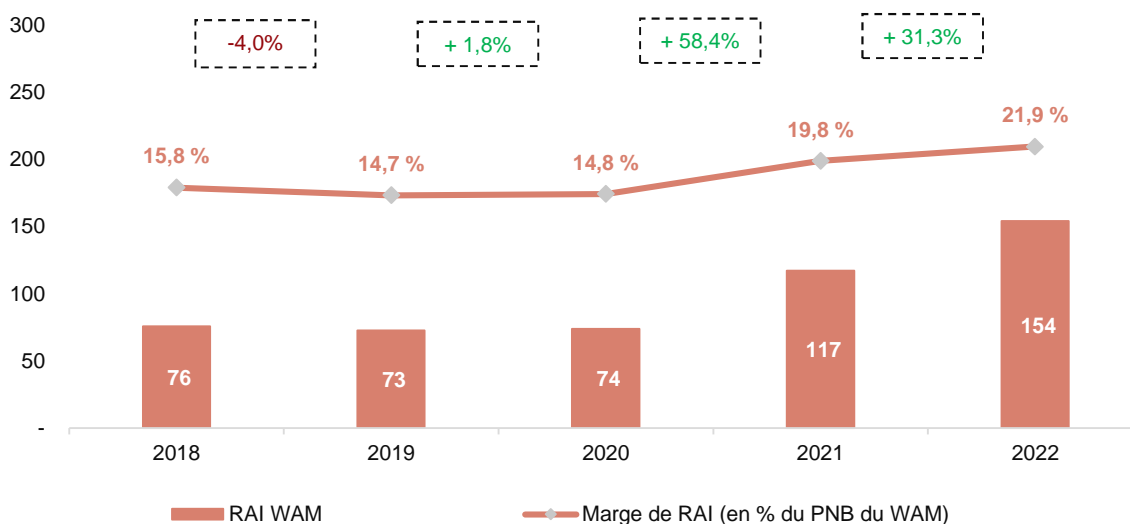
Nous rappelons que l'année 2021 a été exceptionnelle pour l'activité de *Global Advisory* avec une marge avant impôts record qui s'établit à 22,0% (à 421 M€ contre 169 M€), en raison :

- D'un accroissement de l'activité avec une hausse significative du nombre d'opérations en fusions-acquisitions (456 opérations en 2021 vs. 294 opérations en 2020) ;
- Une augmentation maîtrisée des coûts, dans un contexte de hausse des rémunérations variables compte tenu du niveau d'activité.

Enfin, la marge avant impôts s'est légèrement contractée de 1,8 points en 2022 à 20,2%, tout en restant la deuxième meilleure performance annuelle du Groupe. Cette baisse est principalement liée à des revenus plus faibles (-4,1%).

Wealth and Asset Management

Figure 34 - Evolution du résultat avant impôts entre 2018 et 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

En 2019, le résultat avant impôts s'est établi à 73 M€ extériorisant ainsi une marge de 14,7% en baisse de 0,9 point par rapport à 2018 en raison de l'augmentation des charges d'exploitation et notamment (i) des frais de personnel (recrutement de chargés clientèle et ouverture de bureau à Düsseldorf), (ii) des coûts de conformité et d'applications informatiques, en plus de la réduction de la marge nette d'intérêts en lien avec la politique accommodante des banques centrales.

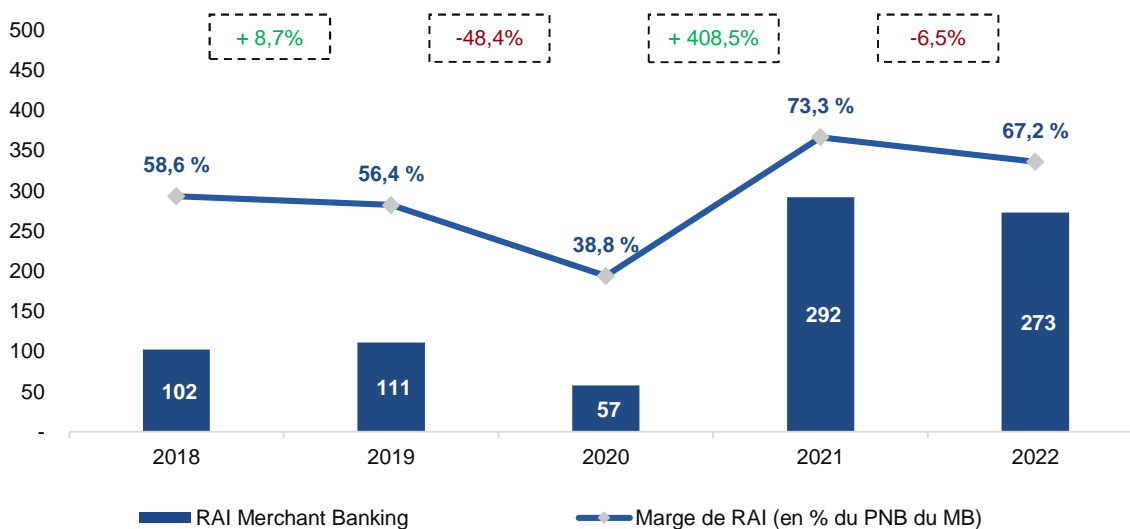
En 2020, le résultat avant impôts est resté globalement stable à 74 M€. La hausse de l'activité de banque privée avec une collecte nette de 2,9 Mds€ ayant compensé le ralentissement de la gestion d'actifs qui fait état d'une décollecte de 1,8 Mds€ en Amérique du Nord et de 0,4 Md€ en Europe.

En 2021, le résultat avant impôts a fortement progressé (+58%) à 117 M€ extériorisant une marge avant impôts de 19,8% en raison d'un effet de marché favorable, d'une collecte nette positive (+4,1 Mds€) en partie liée à l'acquisition de la BANQUE PARIS BERTRAND, mais aussi grâce à des économies de coûts, notamment en frais de déplacement dans le cadre des restrictions sanitaires.

En 2022, la marge avant impôts a continué d'augmenter (à 21,9% en hausse de 2,1 points par rapport à 2021) en raison d'une évolution des coûts maîtrisée avec une part représentant 78,1% du PNB, en baisse de 2,5 points par rapport à 2021.

Merchant Banking

Figure 35 - Evolution du résultat avant impôts entre 2018 à 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

De manière générale, la division Merchant Banking génère des niveaux de marges structurellement plus élevés que les activités *Global Advisory* et *Wealth Asset and Management*.

Le résultat avant impôts du *Merchant Banking* a augmenté de 8,8% en 2019 à 111 M€ représentant une marge avant impôts de 56,4% du PNB, en lien principalement avec la hausse des actifs sous gestion et des revenus liés à la performance des investissements (cessions et plus-values latentes sur les investissements en portefeuille) au travers des fonds FAPI I et FAPI II.

Comme indiqué ci-avant, l'activité de *Merchant Banking* a été fortement ralentie en 2020 dans le contexte de la crise de la Covid-19, ce qui a eu pour effet une baisse significative de la marge avant impôt.

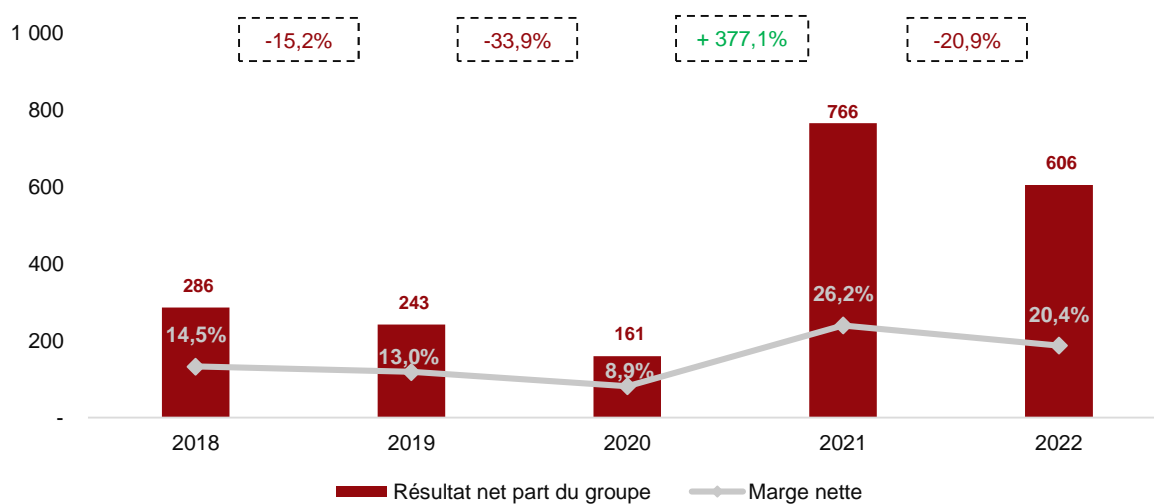
Bien que la marge liée à l'activité de gestion de fonds⁴² se soit contractée en 2021 en raison de l'accroissement des charges de personnel, l'année 2021 a été un exercice record pour la division en termes de rentabilité avec une marge avant impôts de 73,3%. Ce niveau reflète un volume d'activité important porté par les revenus liés à la performance et notamment les plus-values réalisées et latentes et les dividendes du portefeuille.

En 2022, avec un résultat avant impôts de 273 M€, le *Merchant Banking* a enregistré le deuxième meilleur résultat de son histoire (avec une marge avant impôts de 67,2%), grâce à un niveau soutenu de revenus liés à la performance (les plus-values réalisées et latentes et les dividendes et du « *carried interest* »), en plus d'une marge liée à l'activité de gestion de fonds en nette amélioration par rapport à 2021.

⁴² L'activité de gestion de fonds comprend l'ensemble des revenus exceptés ceux liés à la performance des investissements

4.1.3 Résultat net

Figure 36 - Evolution du résultat net de 2018 à 2022 (en M€)



Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

Au-delà de l'hétérogénéité des performances opérationnelles de la Société compte tenu de la volatilité de chaque métier et plus particulièrement du *Global Advisory* et du *Merchant Banking*, les éléments liés à l'impôt n'ont pas été des facteurs de distorsion du niveau du résultat net au cours des cinq derniers exercices. Dès lors, les évolutions de la marge nette reflètent celles de la marge avant impôts susmentionnées.

Ainsi, le résultat net part du groupe de ROTHSCHILD & CO s'établit à 606M€ au 31 décembre 2022 extériorisant une marge nette de 20,4% en baisse de 5,8 points de base, par rapport à l'exercice précédent.

L'analyse historique montre la volatilité de l'activité *Global Advisory* corrélée à la conjoncture économique globale et en particulier au marché du M&A. L'activité *Wealth Asset Management*, moins développée et moins contributrice aux résultats, présente en revanche davantage de récurrence. Enfin la performance de l'activité *Merchant Banking* demeure liée à la performance des véhicules (commissions de performance et dégagement de plus-value), même si les commissions récurrentes tendent à se développer.

4.2 Résultats du premier trimestre 2023 et prévisions 2023

Tableau 5 - Résultat du premier trimestre 2023 de ROTHSCHILD & Co

en M€	T1 2023	T1 2022	Var	% var
<i>Global Advisory</i>	326,8	413,5	(86,7)	(21)%
<i>Wealth and Asset Management</i>	196,5	163,3	33,2	20 %
<i>Merchant Banking</i>	72,3	95,5	(23,2)	(24)%
Autres métiers et fonctions centrales	14,9	11,7	3,2	27 %
Total	610,5	684,0	(73,5)	(11)%
Rapprochement IFRS	(4,3)	(8,7)	4,4	(51)%
Revenus	606,2	675,3	(69,1)	(10)%

Source : Société

Les revenus du premier trimestre 2023 s'établissent à 606,2 M€, en baisse de 10% par rapport à 2022 (675,3 M€) en raison notamment d'une contraction des activités *Global Advisory* et *Merchant Banking* de respectivement 21% et 24%.

Le ralentissement du *Global Advisory* reflète un niveau d'opérations réalisées en baisse sur le segment des fusions-acquisitions, partiellement compensé par la croissance des revenus du conseil en financement. Cette tendance s'inscrit dans une tendance de marché générale et incertaine, étant observé que la Société résiste globalement mieux que le marché pris dans son ensemble, limitant ainsi sa baisse. S'agissant des perspectives de la Société, le portefeuille de mandats reste résilient, dans un contexte où la durée de finalisation des transactions est devenue plus longue. Le niveau d'activité de la division dépendra de celui des marchés des capitaux, des anticipations de valorisation et de la confiance des dirigeants dans un contexte macroéconomique volatil.

Le recul des revenus du *Merchant Banking* (-69%) provient essentiellement de la performance des investissements, étant rappelé que l'exercice précédent avait notamment été marqué par le dégagement de plus-value sur des véhicules arrivés à leur terme et qu'il convient aujourd'hui de renouveler et développer la collecte pour assoir les performances futures. Ce recul observé début 2023 a été en partie compensé par la forte hausse des revenus récurrents de 19,6 M€ (+59%) s'établissant à 52,7 M€. La croissance des revenus récurrents devrait se poursuivre, à un rythme toutefois plus faible, en lien avec les levées de fonds et les plans de déploiement de capital. La Société reste confiante quant à sa capacité à réaliser le plein potentiel de création de valeur de ses portefeuilles.

Enfin, la division *Wealth and Asset Management* a réalisé un premier trimestre très favorable avec un PNB de 196,5 M€ en hausse de 20% par rapport au premier trimestre 2022. Cette performance s'explique par une collecte nette positive de 1,5 Mds€, ainsi que par le contexte de remontée des taux actuel favorable aux revenus. Malgré un contexte de marché incertain, le Groupe reste optimiste en raison de perspectives de collecte favorable suite aux investissements engagés dans l'ensemble de ses implantations.

Le Groupe a publié le 19 juin 2023 un communiqué de presse faisant état des prévisions au titre de l'exercice 2023 et a rappelé la volatilité intrinsèque qui caractérise chacun des trois métiers du Groupe. Les estimations reflètent un environnement de marché plus difficile pour les métiers du Conseil financier et du Merchant Banking partiellement compensé par la performance dans le métier de la Banque privée et gestion d'actifs.

Les prévisions sont les suivantes :

- « Le résultat net - part du Groupe du premier semestre 2023 devrait être d'environ 125 millions d'euros (vs. 249 M€ au titre du premier semestre de l'exercice 2022, soit une baisse de près de 50%) ;
- « Les capitaux propres - part du groupe au 30 juin 2023 devraient atteindre environ 3,6 milliards d'euros (avant Distribution Exceptionnelle) » Le résultat avant impôt opérationnel des trois métiers du Groupe pour l'année 2023 devrait être d'environ 540 millions d'euros (vs. 959 M€ au titre de l'exercice 2022, soit une baisse de 44%) ;
- Le résultat net - part du Groupe pour l'année 2023 devrait être d'environ 280 millions d'euros » (vs. 606 M€ au titre de l'exercice 2022, soit une baisse de plus de 50%).

4.3 Bilan consolidé de 2018 à 2022

Nous présentons ci-après le bilan consolidé de la Société sur la période allant de 2018 à 2022.

Tableau 6 - Bilan consolidé simplifié de ROTHSCHILD & Co entre 2018 et 2022

En M€ - Au 31 décembre	Avant IFRS-16	Après IFRS-16			
	2018	2019	2020	2021	2022
Prêts et créances sur les établissements de crédit	2 043,1	2 001,7	2 250,8	2 144,1	1 927,9
Prêts et créances sur la clientèle	2 929,3	3 264,0	3 491,2	4 462,0	4 971,2
Actifs financiers à la juste valeur par résultat	1 087,1	1 347,1	1 394,1	1 942,1	2 177,2
Titres au coût amorti	1 037,1	1 520,9	1 346,8	1 336,7	3 649,1
Instruments dérivés de couverture	-	1,0	0,6	2,6	6,0
Actifs financiers à la juste valeur par capitaux propres	1,7	-	-	-	-
Autres actifs financiers	2 126,0	2 869,0	2 741,5	3 281,4	5 832,3
Total actifs financiers	7 098,4	8 134,7	8 483,6	9 887,5	12 731,4
Disponibilités	4 692,1	4 382,1	4 697,4	6 005,1	2 521,7
Participation dans les entreprises mises en équivalence	7,8	25,6	17,5	17,6	4,3
Immobilisations corporelles	336,2	306,9	275,1	268,7	253,1
Droits d'utilisation	-	221,8	196,8	187,6	213,9
Ecart d'acquisitions	124,3	140,3	135,1	197,4	250,8
Immobilisations incorporelles	172,1	171,2	183,9	209,1	241,5
Immobilisations incorporelles	296,4	533,2	515,8	594,0	706,1
Autres actifs	780,1	774,0	694,1	877,1	1 159,9
Total des actifs	13 210,9	14 156,5	14 683,3	17 650,1	17 376,5
Dettes envers les établissements de crédits	585,1	448,6	513,5	512,5	517,5
Dettes envers la clientèle	8 725,7	9 486,6	9 873,1	11 655,5	10 414,5
Autres dettes bancaires	37,8	80,4	158,7	114,7	344,4
Total dettes bancaires	9 348,6	10 015,5	10 545,3	12 282,7	11 276,5
Dettes non bancaires	1 367,4	1 456,5	1 430,2	1 766,2	2 082,8
Total dettes	10 715,9	11 472,1	11 975,5	14 048,9	13 359,3
Capital	155,0	155,2	155,3	155,5	154,1
Primes liées au capital	1 142,3	1 144,0	1 144,6	1 145,7	1 122,4
Réserves consolidées	516,5	740,3	928,2	1 096,1	1 740,7
Gains et pertes comptabilisés directement en capitaux propres	(61,4)	(43,3)	(85,7)	(30,3)	(57,8)
Résultat net - part du Groupe	286,3	242,7	160,5	765,8	605,6
Capitaux propres - part du Groupe	2 038,7	2 238,9	2 302,9	3 132,8	3 565,1
Intérêts minoritaires	456,2	445,6	404,9	468,4	452,1
Capitaux propres	2 495,0	2 684,5	2 707,8	3 601,2	4 017,2
Total des passifs	13 210,9	14 156,5	14 683,3	17 650,1	17 376,5
Return on Equity (ROE)	14,0 %	10,9 %	7,0 %	24,4 %	17,0 %
Return on Tangible Equity (ROTE)*	18,0 %	12,6 %	8,8 %	32,3 %	20,7 %

* exclus des éléments exceptionnels

Sources : Rapports annuels 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et Société

4.3.1 Actifs

Au 31 décembre 2022, ROTHSCHILD & Co disposait d'un total bilan de 17,4 Mds€. Son actif est majoritairement composé d'actifs financiers (environ 12,7 Mds€), de disponibilités (2,5 Mds€) et d'actifs immobilisés (environ 1,0 Md€).

Actifs financiers

Au 31 décembre 2022, les actifs financiers du Groupe correspondent notamment aux « autres actifs financiers » (5,8 Mds€), aux « prêts et créances sur la clientèle » (5,0 Mds€), ainsi qu'aux « prêts et créances sur les établissements de crédit » (1,9 Mds€).

Les « autres actifs financiers » incluent notamment des titres au coût amorti, et des titres à la juste valeur détenus à des fins de liquidité et d'investissement. Ils constituent une part significative de la valeur comptable de la Société.

Les « prêts et créances sur la clientèle » concernent essentiellement les prêts privés souscrits par les clients du *Wealth and Asset Management* dans le cadre de leurs investissements, et dont le montant s'élève à environ 4,9 Mds€, en progression depuis 2018 en raison du développement de l'activité de banque privée.

Enfin, les « prêts et créances sur les établissements de crédit » correspondent principalement à :

- Des titres et valeurs reçus en pension (914 M€) qui correspondent à l'ensemble des opérations de cession temporaires de la pleine propriété de valeurs mobilières ou titres⁴³ ;
- Des comptes débiteurs et prêts au jour le jour (749 M€) qui correspondent à des avoirs immédiatement liquides auprès des établissements de crédit et à des prêts consentis auprès d'autres établissements de crédit pour une durée égale à un jour ouvrable maximum ;
- Des comptes et prêts à très court-terme (257 M€) qui correspondent à des prêts consentis à des établissements de crédit pour une durée supérieure à un jour ouvrable. Ce poste regroupe également des bons de caisse et des bons d'épargne émis par d'autres établissements.

Disponibilités

Les disponibilités (2,5 Mds€) sont uniquement composées de caisses⁴⁴ et de dépôts à vue auprès d'établissement de crédit et des banques centrales. Il convient de préciser que ce sont principalement des placements à court terme, peu risqués, liquides et facilement convertibles en un montant connu à l'avance.

⁴³ Le cédant et le cessionnaire s'engagent fermement, et respectivement, à racheter et à rétrocéder les titres, le tout à une date et à un prix convenu d'avance. En l'occurrence, la transaction est une opération de financement le cessionnaire-prêteur ayant pour sûreté la propriété des titres reçus du cédant-emprunteur, étant entendu que le prix de rachat des titres intègre, généralement, la rémunération du prêteur

⁴⁴ trésorerie disponible en caisse

Actifs immobilisés

Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles au 31 décembre 2022 incluent en particulier :

- (i) Les écarts d'acquisitions du Groupe s'établissent à 250,8⁴⁵ M€ au 31 décembre 2022, l'augmentation étant principalement liée à l'acquisition d'un conseiller en gestion de patrimoine indépendant français et de REDBURN⁴⁶. Il est à noter que les tests de perte de valeur sur les écarts d'acquisitions n'ont pas donné lieu à la comptabilisation de dépréciations ;
- (ii) Les marques (163,5 M€) représentées principalement par le nom commercial « ROTHSCHILD & CO », faisant l'objet de tests de dépréciation chaque année compte tenu de sa durée de vie indéfinie. Aucune dépréciation de marques n'a été enregistrée sur la période analysée ;
- (iii) Les autres immobilisations incorporelles (77,8 M€) constituées de logiciels, des droits de propriété intellectuelle et d'actifs acquis lors de regroupements d'entreprises.

Les droits d'utilisation, conformément à l'application de la norme IFRS 16 depuis 2019, s'élèvent à 213,9 M€.

Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles au 31 décembre 2022 s'élèvent à 253 M€ et sont constituées pour l'essentiel (i) de terrains et constructions (222 M€) et de diverses immobilisations corporelles (31,0 M€).

Nous précisons que les autres actifs (environ 1,2 Md€) sont principalement constitués de comptes de régularisations et actifs divers qui regroupent notamment des créances clients non bancaires, des actifs des régimes de retraite à prestations définies, des produits à recevoir, des comptes de règlements débiteurs sur opérations sur titres, des charges constatées d'avance, des dépôts de garantie versés, ainsi que des actifs d'impôts différés et courants.

Sur l'ensemble de la période analysée, la croissance du bilan a été tirée par la hausse des prêts et créances sur la clientèle et des autres actifs financiers, ce qui traduit la croissance significative des activités du groupe, particulièrement sur les exercices 2021 et 2022.

4.3.2 Passifs

Passifs financiers

Au 31 décembre 2022, les passifs financiers de ROTHSCHILD & CO d'un montant de 13,4 Mds€ sont majoritairement composés de dettes envers la clientèle (10,4 Mds€) et de dettes non bancaires (2,1 Mds€).

⁴⁵ 144,4 M€ en *Global Advisory*, 101,9 M€ en *Wealth and Asset Management*, et 4,4 M€ en *Merchant Banking*

⁴⁶ Producteur indépendant de services de recherche sur les actions européennes et de services d'exécution d'agence de premier ordre

Les dettes envers la clientèle ont diminué de 1,2 Md€ au 31 décembre 2022 et sont principalement composées de dettes envers la clientèle à vue à hauteur de 8,5 Mds€ et de dettes à terme pour un montant de 1,8 Md€. Nous notons que les mouvements des dépôts clients sont conformes aux tendances constatées dans un cycle normal des affaires. Le portefeuille de dépôts des clients est resté globalement stable sur l'ensemble de l'exercice 2022.

Les dettes envers les établissements de crédit, essentiellement issues de contrats de mise en pension et de comptes et emprunts à terme s'élevaient à 517,5 M€ à fin 2022.

Au 31 décembre 2022, les autres passifs financiers sont principalement constitués :

- De comptes de régularisation (charges à payer au personnel (932M€), charges à payer et produits constatés d'avance (127 M€)) et de passifs divers qui regroupent des dépôts de garantis reçus, des comptes de règlement créditeurs sur opérations sur titres, les créditeurs financiers divers et autres créditeurs ;
- Des dettes de loyers (240,7 M€) en lien avec l'IFRS 16, en hausse d'environ 29 M€ compte tenu de la location de nouveaux locaux pour un montant d'environ 61 M€.

Provisions

Le montant de provisions s'établit à 34,7 M€ au 31 décembre 2022 au titre de provisions pour litiges (14 M€), de provisions pour charges de personnel (6,9 M€), de provisions pour aménagement d'immeubles (4,2 M€), de provisions pour risques de contreparties (0,2 M€) et de passifs des régimes de retraite à prestations définies⁴⁷ (9,1 M€).

Capitaux propres et intérêts minoritaires

Nous rappelons qu'au cours des 5 derniers exercices clos, ROTHSCHILD & CO a versé un dividende par action à hauteur de 0,79€ en 2018, 0,0€⁴⁸ en 2019, 0,70€⁴⁸ en 2020, 3,79€⁴⁸ (dont 1,15 € de dividende normal, 1,60€ de dividende spécial et 1,04€ de dividende exceptionnel) en 2021. Nous rappelons qu'un dividende ordinaire d'un montant de 107 M€ (1,40€ par action ROTHSCHILD & CO) a été payé aux actionnaires de la Société le 31 mai 2023.

Au 31 décembre 2022, les capitaux propres part du Groupe s'élevaient à environ 3,6 Mds€ en hausse de 432 M€ en raison de l'augmentation des réserves consolidées, dans le contexte des performances exceptionnelles de 2021 et de 2022 (pour rappel, respectivement 961 M€ de résultat net consolidé en 2021 et 801 M€ en 2022 – cf. §4.1.3)

Au 31 décembre 2022, les intérêts minoritaires, qui sont pour l'essentiel constitués de titres en capital (153,4 M€) et de dettes subordonnées à durée indéterminée (297,2 M€), s'élevaient à 452,1 M€ en baisse de 16,3 M€.

⁴⁷ Cette provision couvre la valeur actuelle des obligations non-financées dans le cadre du régime de retraite. En effet, certaines entreprises du Groupe ont des engagements non financés en rapport avec des retraites et d'autres prestations long terme ou vis-à-vis d'anciens salariés

⁴⁸ Compte tenu des restrictions réglementaires mises en place en raison de la pandémie, les 0,85€ pour 2019 et les 0,19€ pour 2020, soit 1,04 €, ont été versés en octobre 2021. Les 0,70€ restant pour 2020 ont été versés en mai 2021 (comptabilisés dans l'exercice 2020)

Sur l'ensemble de la période analysée, le ROE de la Société a oscillé dans une large fourchette entre 7,0% et 24,4%, en raison notamment des exercices 2021 et 2022 jugés exceptionnels. Il s'établit ainsi en moyenne à 14,7%.

4.4 Réglementation bancaire

Le Groupe est régulé au niveau consolidé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en tant que compagnie financière *holding* approuvée, et non pas au seul niveau des activités de *Wealth & d'Asset Management*, ce qui constitue une réelle spécificité dès lors que certains de ses concurrents (en particulier sur les activités de Global Advisory) ne le sont pas. Il en résulte que le Groupe se trouve soumis à un certain nombre de contraintes prudentielles.

4.4.1 Présentation des accords de Bâle

Nous rappelons que le comité de Bâle a pour objectif de renforcer la sécurité et la fiabilité du système bancaire international, en assurant l'échange d'informations et la collaboration entre les autorités de surveillance, tout en dictant un certain nombre de normes et de directives.

Le dispositif de Bâle est mis en œuvre par le règlement (UE) n° 575/2013 sur les exigences prudentielles (*Capital Requirements Regulation* ou « CRR ») et la directive (UE) n° 2013/36 sur l'accès à l'activité et la surveillance prudentielle (*Capital Requirements Directive* ou « CRD ») tels qu'amendés. Les principaux accords sont les suivants :

- **Bâle I**, connu aussi sous le nom de ratio *Cooke*, est le premier ratio créé en 1988. Ce ratio mesure le niveau de solvabilité d'un établissement bancaire en comparant le niveau d'engagement d'une banque (crédits et autres placements) au niveau de ses fonds propres. La réglementation apporte des contraintes sur la répartition du niveau de fonds propres avec un ratio de *Tier 1* de 4% (dont 2% de *Core Tier 1* et 2% de *Tier 1*) et un ratio *Tier 2* de 4%. Il est à noter que le niveau minimum requis de solvabilité est de 8%.

$$\text{Ratio Cooke} = \frac{\text{Fonds propres}^{49}}{\text{Risques}^{50}} \geq 8\%$$

- **Bâle II** est né en 2004 pour faire face aux évolutions des métiers bancaires dans la mesure où le ratio *Cooke* se limitait au seul risque de crédit et de marché depuis 1996. En effet, les mesures de risques étaient insuffisamment affinées avec notamment une pondération uniforme des entreprises indépendamment de leur qualité de solvabilité (agences de notation) ainsi qu'une absence de pondération de risques pour les états.

Bâle II a permis de mettre en place un ratio de solvabilité entre les fonds propres (*Common Equity Tier 1 Capital*) et le montant des crédits distribués pondérés par les risques associés (*Risk Weighted Assets RWA*) qui prend désormais en compte les risques opérationnels et intègre de nouveaux éléments dans le calcul des risques de crédit et de marché. Dans le cadre de ces accords, le niveau minimal requis est toujours maintenu à 8%.

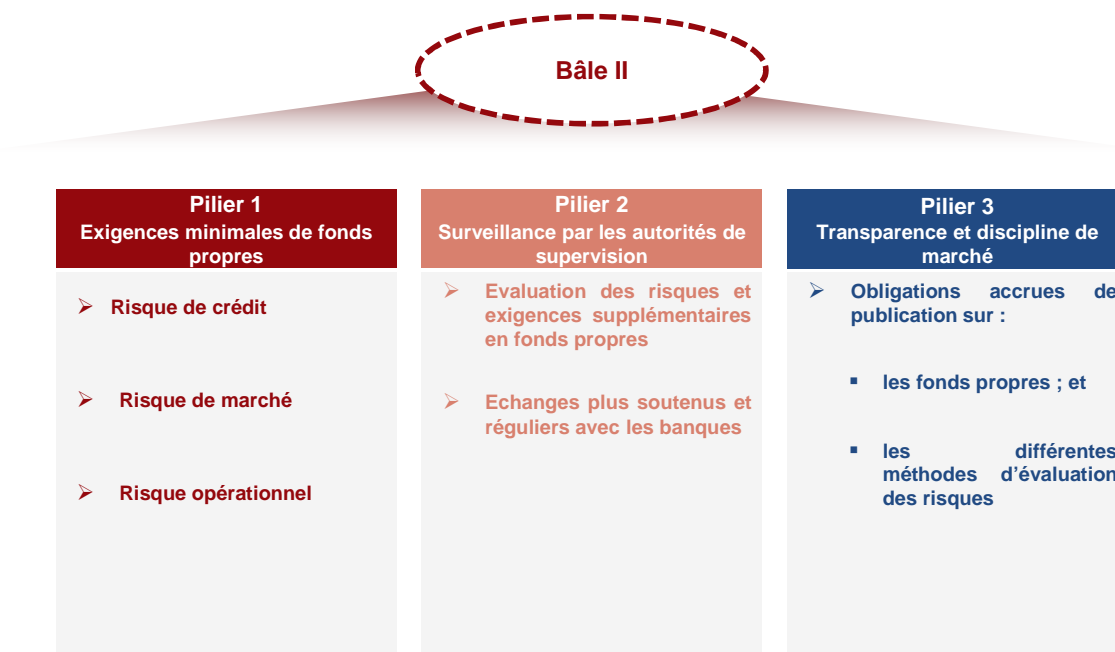
⁴⁹Les fonds propres sont composés de 2% de *Core Tier 1* (capital social, réserves et profits réinvestis), 2% de *Additional Tier 1* (titres hybrides et instruments convertibles) et 4% de *Tier 2* (titres subordonnés à durée indéterminée ou fixe)

⁵⁰ Risques de marché et de crédit pondérés selon le type de produits (Etat 0%, Banque 20%, Crédit immobilier 50%, Autres crédits 100%)

$$\text{Ratio B\^ate II} = \frac{\text{Fonds propres r\^eglementaires}}{(\text{Risque de cr\^edit} + \text{Risque de march\^e} + \text{Risque op\^eratif})^{51}} \geq 8\%$$

Le comit\^e de B\^ate a instaur\^e \^a cette occasion les 3 piliers de la r\^egulation bancaire se pr\^esentant comme suit :

Figure 37 – Les trois piliers de la r\^eglementation bancaire



Source : ACPR

Le Pilier 1 d\^etermine comme indiqu\^e ci-avant les exigences minimales de fonds propres et les RWA pond\^er\^es selon le risque de cr\^edit, le risque de march\^e et le risque op\^eratif.

B\^ate II donne \^egalement naissance \^a deux approches d'\^evaluation l'approche standard et l'approche interne. L'approche standard dans le cadre du risque de cr\^edit donne la possibilit\^e de mesurer le risque de contrepartie en prenant en compte les notes donn\^ees par les agences de notation. Les syst\^emes internes reposent, quant \^a eux, sur les donn\^ees propres des banques et doivent \^etre valid\^es au pr\^alable par les superviseurs (Pilier 2) :

- Un syst\^eme de mesure o\^u la banque d\^etermine la probabilit\^e de d\^efaut des contreparties \^a laquelle elle applique un taux de perte, donn\^e par la r\^eglementation, en cas de d\^efaut (LGD).
- Un syst\^eme de mesure dit avanc\^e o\^u la banque d\^etermine l'ensemble des param\^etres.

Le Pilier 3 d\^efinit les obligations de publication des banques en termes de transparence de l'information.

⁵¹ Appel\^e \^egalement actifs pond\^er\^es par les risques (*Risk-Weighted Assets* « RWA »)

- La crise de 2007/2008 a montré les insuffisances des règles concernant les ratios de solvabilité. Elle a mis en évidence la couverture insuffisante de certains risques, notamment de marché (titrisation) ou de liquidité, ainsi que le caractère procyclique des mesures prises lors des accords de Bâle II. En réponse, le comité de Bâle a approuvé en novembre 2010 les accords **Bâle III**⁵² avec une nouvelle définition des capitaux propres réglementaires et quatre nouvelles mesures :
 - Un ratio de CET1 porté à 7%⁵³.

Auquel ont été ajoutés :

- Un coussin contracyclique (compris entre 0% et 2,5% de ratio CET1) ;
- Pour les établissements d'importance systémique internationale, un complément de 1% à 3,5% de CET1 (de 0% à 2,5% pour les établissements d'importance systémique domestique) ;
- Un coussin pour risques systémiques peut également être requis (généralement compris entre 0% et 5%) afin de réguler le risque systémique structurel.

$$\text{Ratio B\^ale III} = \frac{\text{Fonds propres r\^eglementaires}^{54}}{\text{Actifs pond\^er\^es par les risques}} \geq 10,5\%$$

Les chroniques actuelles d'actifs pondérés par les risques telles que retenues dans les plans d'affaires présentés ci-après n'intègrent pas l'application complète de « Bâle III » qui implique la révision à venir de certains niveaux de pondération des actifs. Par exemple, la pondération du risque des investissements en fonds propres de *Merchant Banking* devrait évoluer de 150% à 250%.

Dans la mesure où les plans d'affaires n'intégraient pas l'intégralité des contraintes prudentielles liées à « Bâle III », nous en avons tenu compte dans nos analyses, à partir de 2025 et jusqu'à sa pleine application en 2029 (i.e. avec une implémentation progressive et proportionnelle sur 5 années). Il est à noter que sa pleine application conduira à une hausse des actifs pondérés par les risques du Groupe, et donc à un besoin additionnel de capital CET1 à mobiliser.

⁵² Les accords de « Bâle 3 » sont transposés dans le droit européen par la directive CRD IV et le Règlement CRR (*Capital Requirements Regulation*)

⁵³ 4,5% + Coussin de sécurité de 2,5%

⁵⁴ Un minimum réglementaire de 8% + un coussin de sécurité de 2,5%

4.4.2 Indicateurs réglementaires clés

Nous présentons ci-après l'évolution des principaux indicateurs réglementaires clés de la Société entre 2018 et 2022.

Tableau 7 – Indicateurs réglementaires clés entre 2018 et 2022

En M€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Actifs pondérés par les risques (RWA)					
Actifs pondérés par les risques (RWA)	7 997	9 069	9 201	10 707	12 044
<i>Credit risk</i>	4 345	5 532	5 591	6 466	7 077
<i>Operational risk</i>	3 310	3 307	3 279	3 846	4 706
<i>Market risk</i>	342	230	331	395	261
Ratio de solvabilité					
Common Equity Tier 1 (CET1) capital	1 628	1 832	1 850	2 276	2 683
<i>Common Equity Tier 1 ratio (%)</i>	20,4 %	20,2 %	20,1 %	21,3 %	22,3 %
<i>Common Equity Tier 1 (CET1) minimum requis (%)</i>	10,5 %	10,7 %	10,7 %	10,6 %	10,8 %
Ratio de levier (leverage ratio) *					
Mesure de l'exposition totale du ratio de levier	13 780	14 785	15 370	18 392	18 337
<i>Ratio de levier (%)</i>	11,8 %	11,9 %	12,0 %	12,4 %	14,6 %

* Ratio de Levier = Fonds propres Tier 1 / mesure de l'exposition totale

Source : Société

S'agissant des RWA, le risque de crédit a augmenté en 2019 de 27,3% par rapport à 2018 du fait (i) de la première application de la norme IFRS 16, (ii) de nouveaux engagements au sein du *Merchant Banking*, (iii) des investissements de trésorerie et de l'augmentation du portefeuille de prêts.

En 2020, les RWA sont restés globalement stables (+1,5% par rapport à 2019). Les RWA ont augmenté de 16,4% en 2021 en raison notamment de deux facteurs :

- Le risque de crédit (6,5 Mds€ en 2021 vs. 5,6 Mds€ en 2020) dont la croissance s'explique par une hausse de l'activité de *Merchant Banking* et des prêts accordés à la clientèle privée du *Wealth & Asset Management* ; et
- Le risque opérationnel qui a augmenté de 17,3% dû à une croissance des revenus.

En 2022, l'augmentation des RWA reflète la hausse du poids des activités de *Merchant Banking* dans le mix métiers du Groupe en lien avec les récentes levées de fonds et l'accroissement des exigences au niveau du risque opérationnel qui en découle.

Sur la base du *Supervisory Review and Evaluation Process 2022* de la BCE, nous rappelons que les exigences totales de fonds propres s'élèvent à 10,8%⁵⁵ minimum pour le Groupe à fin 2022 et à 11,2% minimum à fin 2023.

⁵⁵ Exigence totale retenue en capital CET1 en l'absence d'AT1 et de T2

Dans les faits, sur les 5 derniers exercices, le ratio CET1 de la Société a évolué bien au-delà du minimum réglementaire requis, entre 20,1% et 22,3%, soit une moyenne de 20,9%, et témoigne de la politique prudentielle de la Société. Cette politique s'avère de plus être en ligne avec les pratiques de marché observées sur un échantillon de banques privées européennes concernant les fonds propres Tier 1⁵⁶.

Ce pilotage autour de 20% du CET1 est observé a minima depuis la mise en place de Bâle III et correspond à un choix de gestion qui n'a pas vocation à être remis en cause en suite de l'Offre, comme cela nous a été confirmé par la Société et l'Initiateur.

Le pilotage à 20% correspond à la volonté des actionnaires de contrôle familiaux de disposer de fonds propres robustes contribuant, outre la préservation de leurs actifs, à rassurer la clientèle face aux inquiétudes répétées sur la solidité des banques face aux crises répétées et à financer le développement du Groupe comme c'est le cas avec l'activité de *Merchant Banking*, consommatrice de RWA.

A titre d'illustration, selon nos analyses, ROTHSCHILD & CO a présenté une volatilité nettement moindre que celle de LAZARD qui dispose de fonds propres plus faibles, lors des crises financières de 2008 et 2011, sans que cette situation résulte de différences liées aux mix-métiers ou places de cotation, lesquels sont également différents comme on y reviendra.

Nous rappelons également que c'est sur cet indicateur réglementaire que la Société a communiqué à l'ACPR l'impact de la Distribution Exceptionnelle, y compris en cas de « *stress-test* ». La Société a en effet communiqué les trajectoires de ratio CET1 en l'absence et y compris la Distribution Exceptionnelle. Ces projections ont fait l'objet d'une analyse dans notre rapport du 7 mars 2023.

Il est à relever que si cette Distribution Exceptionnelle lui fait atteindre un niveau de CET1 légèrement inférieur à 20%, la trajectoire prévue est de revenir à un horizon proche à un niveau supérieur à 20% avec un CET1 de l'ordre de 19% dès la fin de l'exercice 2023 selon les dernières estimations de la Société.

Le Groupe a en effet pour objectif de maintenir un ratio de levier consolidé (« *leverage ratio* ») nettement supérieur au ratio minimum de 3,0% fixé par le règlement CRR (« *Capital Requirement Regulation* »). Le ratio de levier s'élevait à 14,6% au 31 décembre 2022, contre 12,4% au 31 décembre 2021 (et pour rappel 11,8% au 31 décembre 2018), en raison d'une augmentation des fonds propres de *Tier 1*, partiellement compensée par une augmentation de l'exposition due principalement à la croissance des liquidités auprès des banques centrales.

⁵⁶ Le ratio Tier 1 de l'échantillon (cf.5.5.4.2) ressort en moyenne à 21,8%.

5. Evaluation des actions ROTHSCHILD & Co

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère des actions ROTHSCHILD & CO dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

L'ensemble des analyses faites ci-après ont été réalisées par référence à un prix d'Offre de 48€ par action (cum-distributions) tel qu'annoncé initialement le 6 février 2023 afin d'être homogène au regard des données de marché qui prévalaient à la date de l'annonce.

5.1 Méthodes d'évaluations écartées

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif Net comptable Réévalué

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de toutes les activités de ROTHSCHILD & CO.

Dans le cas présent, nous avons privilégié la méthode de la somme des parties afin de tenir compte des spécificités de chacune des activités (cf. 5.5.2).

5.1.2 Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées comparables du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités du groupe ROTHSCHILD & CO considéré dans son ensemble, nous n'avons pas identifié de société cotée qui lui soit pleinement comparable en termes de taille, de *mix* métier et de positionnement géographique.

Dès lors, cette méthode, selon une approche globale, ne nous paraît pas adaptée à l'évaluation de ROTHSCHILD & CO dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender les spécificités de ses différentes activités.

Pour ces raisons, nous avons écarté cette méthode.

Les sociétés cotées exerçant des activités comparables aux divisions de ROTHSCHILD & CO, ont néanmoins été utilisées dans le cadre de l'approche par la « somme des parties ».

5.1.3 Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à identifier des transactions pleinement comparables à ROTHSCHILD & CO en termes de taille, de *mix* métiers, et de positionnement géographique, ainsi qu'à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Approche globale

Nous avons identifié des transactions sur des sociétés ne présentant pas des caractéristiques suffisamment proches de celles de ROTHSCHILD & CO prises dans leur ensemble, en termes de taille, de *mix* métiers, et de positionnement géographique pour permettre une comparaison pertinente. Ces transactions ne représentent que partiellement les activités de ROTHSCHILD & CO, les activités de *Wealth & Asset Management* étant davantage représentées. Enfin, la plupart des transactions identifiées sont relativement anciennes (plus de dix ans) et visent des sociétés non régulées à dominante géographique hors d'Europe.

Pour ces raisons, cette méthode n'a pas été appliquée.

Somme des parties

Bien que nous ayons pu identifier certaines transactions récentes (Greenhill⁵⁷, Arma Partners⁵⁸, Numis⁵⁹)⁶⁰ au niveau des divisions, une somme des parties selon la méthode des transactions comparables n'a pas non plus été retenue, dans la mesure où celle-ci suggérerait une valeur liquidative de chacune des trois activités du Groupe, non pertinente dans un contexte où le Groupe n'a pas l'intention sur le plan stratégique de céder ces activités, les opère en synergie et en continuité d'exploitation, ce qui conduit à appliquer des approches en cohérence avec ce principe permettant de valoriser de façon adaptée les actions ROTHSCHILD & CO.

Il convient de rappeler que le Groupe bénéficie de synergies importantes entre ses différents métiers. En effet, entre 10 à 20% des flux entrants en *Wealth Management* proviennent des autres activités, tandis qu'environ 25% du capital levé en *Merchant Banking* provient du *Wealth and Asset Management*.

⁵⁷ Greenhill est une société de conseil indépendante (modèle "pure-player") en fusions et acquisitions, restructurations, levées de fonds, sans activité réglementée et qui est principalement active aux États-Unis

⁵⁸ Arma Partners est une société de conseil orientée « Tech » (modèle « pure-player ») et sans activité réglementée

⁵⁹ Numis banque d'investissement indépendante basée au Royaume-Uni qui fournit des services de recherche, d'exécution, de marchés des capitaux, de courtage et de conseil (ECM, M&A et dette) et sans activité réglementée, principalement active au Royaume-Uni

⁶⁰ Par ailleurs les multiples extériorisés par les transactions sont selon non peu pertinents (85,5x le résultat net au 31/12/2022 de Greenhill et près de 212x le résultat net estimé au 31/03/23 de Numis) ce qui traduit les difficultés rencontrées par les cibles dans un environnement incertain. Ces multiples ne peuvent être utilisés car ils correspondent à des circonstances propres à chaque transaction et ne sont pas transposables

Par ailleurs, compte tenu des contraintes statutaires et du caractère patronymique de la marque, intimement liée à la famille actionnaire de contrôle, les cessions indépendantes des divisions se ferait sans la marque ROTHSCHILD & CO, ce qui réduirait fortement l'intérêt stratégique et la valeur de telles opérations.

La somme des parties fondée sur des transactions comparables n'a donc pas été retenue car elle correspond à un scénario théorique dès lors que le Groupe entend continuer sa stratégie selon son périmètre d'activités actuel, sans rupture conduisant à céder certains actifs ou activités, ce qui supposerait alors de tenir compte des conséquences de telles cessions sur la performance du fait notamment de la perte des synergies associées.

5.1.4 Valeur liquidative

Pour les mêmes raisons que pour la somme des parties selon la méthode des transactions comparables, la méthode de la valeur liquidative n'a pas été retenue, le Groupe opérant en continuité d'exploitation et n'ayant aucun projet de rupture stratégique.

5.1.5 Transactions récentes sur le capital

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital. Nous n'avons pas retenu cette méthode en raison de l'absence de transaction significative récente sur les 18 derniers mois.

À titre purement informatif, il est à noter que CONCORDIA a acquis des titres en 2021 pour un prix compris entre 28,0€ et 36,5€ par action ROTHSCHILD & CO.

5.2 Référence examinée

5.2.1 La référence à l'Actif Net Comptable consolidé

L'Actif Net Comptable (ANC) n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise, car il correspond à l'application d'un référentiel comptable qui constitue une convention de principes et méthodes dont l'objectif n'est pas de mesurer la valeur globale de l'entreprise.

À titre d'information, l'ANC consolidé au 31 décembre 2022 s'établit à 3.565 M€, soit une valeur par action ROTHSCHILD & CO de 49,7€ sur une base non diluée⁶¹ et de 48,5€ sur une base diluée (cf. §5.4.1). Le prix d'Offre présente donc une légère décote de 1% par rapport au dernier ANC sur une base diluée.

⁶¹ Sur la base des 77.029.777 actions composant le capital social au 31 décembre 2022, retraitées des 5.348.972 actions auto détenues, détenues par NM ROTHSCHILD (NMR) et autocontrôlées à la même date

La valeur de marché de la plupart des banques régulées est depuis la crise des *subprimes* de façon structurelle inférieure à leur ANC⁶².

Cette situation s'explique notamment par le poids de la régulation qui contraint les banques régulées à disposer de capitaux propres prudeniels -et donc de capitaux propres- importants pour faire face aux risques auxquels elles sont exposées, ce qui a pour conséquence de réduire le rendement des fonds propres investis par les actionnaires et donc la valeur.

L'utilisation de multiples de *Price to Book*⁶³ pourrait s'avérer plus pertinente dans le cas d'une référence directe à la valeur comptable des fonds propres. Cependant, en l'absence de sociétés pleinement comparables à ROTHSCHILD & CO cette référence ne peut être mise en œuvre. En effet, l'utilisation de références boursières de banques européennes extérioriserait des décotes significatives sur la valeur nette comptable⁶⁴.

De plus, au cas d'espèce et comme nous l'avons vu précédemment, la Société privilégie une gestion prudente de ses fonds propres avec un pilotage du CET1 à 20%, gage d'une meilleure robustesse du titre en période de crise et sécurité pour la clientèle. Ainsi, selon les périodes d'observation, la rentabilité des fonds propres peut et s'est déjà trouvée inférieure au taux de rendement attendu par un actionnaire. Cette situation justifie dans son principe l'existence d'une décote sur ANC, laquelle est d'ailleurs extériorisée par un cours de bourse de ROTHSCHILD&CO généralement inférieur à son ANC.

Nous relevons que la décote demeure très limitée puisqu'elle s'établit à 1% par rapport au dernier ANC sur une base diluée et devrait être de l'ordre de 5% par rapport à l'atterrissage au 30 juin 2023 (avant Distribution Exceptionnelle) établi par la direction financière et communiqué par la Société.

De plus, on peut également relever que l'ANC intègre pour environ 30% la valeur du portefeuille propre de Merchant Banking dont la valeur comptable répond à des principes d'évaluation selon la *juste valeur* prévue par les normes comptables et par rapport auxquelles les valeurs de marché des portefeuilles présentent des décotes significatives comme nous le verrons en partie 5.5.4.3. Cette situation de détention en propre d'un portefeuille de *private equity* est également de nature à justifier l'existence d'une décote.

Si cette référence à l'ANC ne peut pas être écartée sans explication comme le relève le règlement AMF, il n'en constitue pas un prix minimum règlementaire. Sur le plan de la valorisation de la Société, on doit relever le faible écart avec le prix d'offre, et le fait que celui-ci s'explique par les caractéristiques propres au secteur bancaire, et à ROTHSCHILD&CO, telle que rappelées ci-dessus. Il nous semble que cette référence n'est donc pas pertinente pour évaluer ROTHSCHILD&CO.

Nous observons par ailleurs que l'ANC consolidé tangible au 31 décembre 2022 correspondant aux capitaux propres tangibles part du Groupe, c'est-à-dire retraités des actifs incorporels et des écarts d'acquisition, s'établit à 3.097 M€, soit une valeur par action ROTHSCHILD & CO de 43,2€ sur une base non diluée et de 42,4€ sur une base diluée.

⁶² : « [...] l'application d'un critère lié à l'ANC ne serait pas pertinente s'il était appliqué indifféremment pour des sociétés telles que des banques, un holding de participations ou à une société du secteur des biotechnologies. En effet, alors que ce critère est pertinent pour les holdings de participations, il l'est beaucoup moins pour le secteur bancaire actuellement. C'est pourquoi le groupe de travail n'a pas souhaité imposer le principe d'un prix plancher »

⁶³ Valeur boursière rapportée à la valeur des capitaux propres comptable

⁶⁴ Price to Book moyen de 0,6x observe sur un échantillon large de banques européennes cotées (source : capital IQ)

5.3 Méthode d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La référence au cours de bourse de ROTHSCHILD & Co ;
- La méthode d'actualisation des dividendes futurs (« *Discounted Dividend Model* » - DDM) ;
- La méthode par somme des parties, selon l'approche de GORDON – GROWTH et du rendement du capital alloué à chacune des activités sous-jacentes (*Global Advisory, Wealth and Asset Management, et Merchant Banking*).

Nous avons retenu à titre secondaire :

- Les objectifs de cours des analystes suivant le titre ROTHSCHILD & Co.

Nous avons retenu à titre indicatif :

- La méthode par somme des parties, selon une approche analogique des comparables boursiers des activités sous-jacentes (*Global Advisory, Wealth and Asset Management, et Merchant Banking*) ;

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3.1 La référence au cours de bourse du titre ROTHSCHILD & Co (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisante.

Les actions ROTHSCHILD & CO sont cotées sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR0000031684).

5.3.2 Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre Rothschild & Co

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de l'action ROTHSCHILD & CO entre début février 2021 et janvier 2023.

Figure 38 – Evolution du cours de l'action ROTHSCHILD & CO depuis février 2021



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Commentaires :

- 11 mai 2021** : communication des résultats du premier trimestre, (en hausse de 53% par rapport au premier trimestre 2020). La Société a bénéficié de ses trois principales activités, notamment son segment *Global Advisory* faisant état d'une croissance de +47% sur un an, et de son activité de *Merchant Banking*, qui a connu la plus forte croissance (+400%) sur un an, avec des revenus de 103,4 M€.
- 22 juin 2021** : Rachat de 1 208 138 actions ROTHSCHILD & Co par CONCORDIA correspondant au bloc « Jardine » au prix de 29,3€ / action.
- 15 juillet 2021** : le Groupe a annoncé la conclusion d'un accord pour l'acquisition de la BANQUE PÂRIS BERTRAND, banque privée suisse spécialisée dans la gestion de patrimoine et la gestion d'actifs. La Banque dispose d'un montant d'actifs sous gestion de 6,5 Mds de francs suisses.
- 15 septembre 2021** : publication du revenu du premier semestre de l'exercice 2021. En hausse de 61% par rapport à l'exercice précédent. Une hausse qui s'explique notamment par les résultats semestriels de l'activité *Global Advisory* et *Merchant Banking* faisant état de revenus de 833 M€ (+57%) et 235 M€ (+345%) respectivement.

5. **9 novembre 2021** : communication du revenu du troisième trimestre, en croissance de 65% sur un an, reflétant le dynamisme des marchés des trois divisions avec une hausse de 78% du revenu de la division *Merchant Banking*, 77% de la division *Global Advisory* et de 29% pour l'activité *Wealth and Asset Management*.
6. **24 février 2022** : début du conflit en Ukraine. Le déclenchement la guerre a entraîné une chute des marchés boursiers et obligataires.
7. **28 février 2022** : ROTHSCHILD & CO annonce des résultats annuels records. Le PNB sur l'exercice 2021 est en progression de 63% par rapport à 2020 avec des revenus annuels records en *Global Advisory* (1 915M€, +67%) et *Merchant Banking* (398 M€, +169%). La division *Wealth and Asset Management* fait également état de revenus en hausse de 19%. Cet exercice historique pour le Groupe se caractérise par un résultat net en augmentation de près de 300% par rapport à l'exercice 2020.
8. **12 mai 2022** : publication des résultats du premier trimestre de l'exercice 2022 affichant un revenu de 675,3 M€ en progression de 16%.
9. **4 août 2022** : la Société communique ses résultats du premier semestre qui sont relativement stables malgré le contexte économique avec un revenu de 1 375 M€ vs 1 350 M€ au premier semestre 2021 (+2%).
10. **8 novembre 2022** : publication des résultats du troisième trimestre. Le PNB du Groupe s'établit à 863,7M€ vs 666,7 M€ (+30%).
11. **14 novembre 2022** : le Groupe annonce la vente de deux de ses activités de gestion d'actifs en Amérique du Nord. La transaction concerne ROTHSCHILD & CO ASSET MANAGEMENT US et ROTHSCHILD & CO RISK BASED INVESTMENTS, qui représentent environ 8 milliards de dollars d'actifs sous gestion.
12. **6 février 2023** : CONCORDIA annonce son intention de dépôt d'une Offre Publique d'Acquisition Simplifiée sur la Société au prix de 48,0€ par action. Le prix d'Offre fait ressortir une prime de +19,3% par rapport au dernier cours de clôture.

Sur la période étudiée, nous identifions trois phases dans l'évolution du cours de bourse du titre ROTHSCHILD & CO :

1^{ère} phase : entre le début de l'année 2021 et la fin décembre 2021, le cours du titre ROTHSCHILD & CO a principalement été tiré par les publications des résultats du Groupe faisant état d'une hausse très significative de son PNB. Sur cette période, la hausse du cours du titre s'établit à +47% tandis que le marché a progressé de 19,8%. Cette période a également été marquée par l'acquisition de la BANQUE PÂRIS BERTRAND.

2^{ème} phase : le premier semestre 2022 a été marqué par le début de la guerre en Ukraine, ce qui a eu pour conséquence une baisse générale des marchés actions (sur les 6 séances de bourse qui ont suivie, le SBF 120 a reculé de 7,1%). Cet événement a également eu pour conséquence une baisse des marchés obligataires à la suite des hausses générales des taux d'intérêts directeurs des banques centrales. Le cours du titre ROTHSCHILD & CO est malgré tout resté relativement stable (-5,1%) sur la période 01/2022 à 08/2022).

3^{ème} phase : depuis le mois d'août 2022, et jusqu'à annonce de l'Offre, le cours du titre a connu une phase de hausse quasi continue atteignant ainsi son niveau le plus élevé sur un an la veille de l'annonce (+12,9% à la veille de l'annonce de l'offre).

5.3.3 Analyse de la liquidité du titre ROTHSCHILD & Co

Sur la base du dernier cours de bourse, soit avant l'annonce de CONCORDIA de son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions ROTHSCHILD & Co le 6 février 2023 avant bourse (*i.e.* la clôture du 3 février 2023), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 8 – Analyse des CMPV *intraday* et de la liquidité du titre ROTHSCHILD & Co jusqu'au 3 février 2023

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 48,0€	Volumes échangés* (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Capital rotation
Spot (3/2/2023)	40,25	+19,3 %	22	22	875	875	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %
CMPV 1 mois	38,34	+25,2 %	18	385	671	14 761	0,0 %	0,5 %	0,1 %	1,2 %
CMPV 60 jours	37,79	+27,0 %	15	901	577	34 038	0,0 %	1,2 %	0,0 %	2,8 %
CMPV 3 mois	37,79	+27,0 %	17	1 119	651	42 290	0,0 %	1,5 %	0,1 %	3,4 %
CMPV 6 mois	35,88	+33,8 %	20	2 651	732	95 114	0,0 %	3,6 %	0,1 %	8,1 %
CMPV 12 mois	35,40	+35,6 %	23	5 952	817	210 679	0,0 %	8,0 %	0,1 %	18,1 %
CMPV 24 mois	34,81	+37,9 %	28	14 195	958	494 159	0,0 %	19,1 %	0,1 %	44,4 %
Plus haut 12 mois (3/2/2023)	40,25	+19,3 %								
Plus bas 12 mois (5/7/2022)	30,70	+56,4 %								
Plus haut 24 mois (13/1/2022)	41,85	+14,7 %								
Plus bas 24 mois (19/2/2021)	28,75	+67,0 %								

* Les chiffres susmentionnés représentent uniquement les volumes d'échanges effectués sur la plateforme EURONEXT, ne reflétant qu'une partie des actions ROTHSCHILD & Co échangées.

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 60 derniers jours de bourse (antérieurs au 3 février 2023), le volume cumulé des actions ROTHSCHILD & Co échangées est de 901 milliers d'actions (soit environ 15 milliers d'actions par jour de cotation).

Sur les 24 derniers mois (antérieurs au 3 février 2023), le volume cumulé des actions ROTHSCHILD & Co échangées est de 14,2 millions d'actions (soit environ 28 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 19,1% et celle du flottant à 44,4%.

Sur ces bases, nous considérons que la liquidité du titre est avérée au regard des volumes échangés. Pour rappel, la Société faisait état d'une capitalisation boursière de l'ordre de 3 Mds€ avant annonce de l'Offre avec une part de son capital flottant représentant 39,1% du capital au 31 décembre 2022 (soit environ 1,2 Md€ à 40,25€ par action ROTHSCHILD & Co à la clôture du 3 février 2023).

Par conséquent, si la rotation du flottant peut apparaître faible en valeur relative, en valeur absolue les volumes échangés apparaissent suffisants pour offrir la liquidité aux actionnaires du flottant. Dès lors, nous considérons que le cours de bourse de ROTHSCHILD & Co constitue une référence de valorisation pertinente.

Au cours des 24 derniers mois ayant précédé l'annonce de l'intention de CONCORDIA de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions ROTHSCHILD & Co, le cours de l'action ROTHSCHILD & Co a oscillé entre un plus haut historique à 41,85 €⁶⁵ atteint le 13 janvier 2022, et un plus bas à 28,75 €² atteint le 19 février 2021.

Sur la base du cours de clôture du 3 février 2023 (dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de l'offre), du CMPV 60 jours, et du CMPV 12 mois, le prix d'Offre de 48€ extériorise respectivement des primes de +19,3%, de +27,0% et de +35,6%.

Pendant la période allant du 6 février 2023, date de l'annonce de l'Offre, au 31 mai 2023, date à laquelle le dividende ordinaire a été payé, le cours de l'action ROTHSCHILD & Co est resté relativement stable, affichant une baisse de 1,7%. Au cours de cette période, le prix de l'action a oscillé entre un pic de 48,05 € atteint le 21 février 2023 et 46,10 € atteint le 30 mai 2023 date se situant entre le 25 mai 2023 jour de l'approbation du dividende ordinaire de 1,40€ / action par l'Assemblée Générale et le 31 mai 2023, date de sa mise en paiement. Lors du détachement du dividende ordinaire, le cours de bourse du titre de la Société s'est ajusté à la baisse d'un montant de 1,4 € par action passant de 47,6 € à 46,2 €.

En comparaison, pendant la période allant du 6 février 2023 au 31 mai 2023, l'indice *Stoxx Europe 600 banks*, qui regroupe les principales institutions bancaires européennes, a connu une baisse de 9,0% du fait d'un environnement de marché difficile, ce dont le titre s'est trouvé immunisé depuis l'annonce de l'Offre. En effet, la faillite de plusieurs établissements bancaires (First Republic Bank, Silicon Valley Bank, et Signature Bank aux Etats-Unis), la restructuration urgente de Crédit Suisse, où les pertes annoncées de VTB sont autant d'événements ayant depuis ravivé les inquiétudes sur les institutions financières.

5.4 Données de référence de la Société ROTHSCHILD & Co

5.4.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2022 (77.029.777 actions) :

- Diminué du nombre d'actions auto-détenues, détenues par NM ROTHSCHILD (NMR), et autocontrôlées au 31 décembre 2022 (soit un total de 5.348.972 actions) ;
- Augmenté des actions qui résulteraient de l'exercice des *stock-options* (soit 3.630.000 actions), des actions issues des NCI (soit 652.450 actions) et des actions issues des RSU (soit 102.500 actions).

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 76.065.755 actions.

⁶⁵ Cours de bourse avant versement du dividende ordinaire de 1,40€

5.5 Mise en œuvre de la valorisation des actions ROTHSCHILD & Co

5.5.1 La méthode d'actualisation des dividendes futurs (à titre principal)

Cette méthode, qui consiste à déterminer la valeur des fonds propres du Groupe en se basant sur des hypothèses de distribution de dividendes sous contrainte de capital prudentiel, est à la fois dépendante des règles prudentielles ainsi que de la politique prudentielle décidée par le management. Nous la retenons dans le contexte où le Groupe bénéficie d'une capacité de distribution suffisante, et d'une politique de gestion de son capital réglementaire continue et affirmée, qui se constate de façon constante notamment sur les cinq dernières années. Les flux futurs revenant aux actionnaires correspondent au capital au-delà du niveau de gestion cible de la Société.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de ROTHSCHILD & Co. Elle nous semble par ailleurs d'autant plus pertinente dans l'appréciation de la valeur d'un Groupe régulé dans sa globalité et sur une base consolidée.

Pour ces raisons, nous avons retenu cette méthode à titre principal.

5.5.1.1 Présentation des plans d'affaires

Le management a construit un plan d'affaires « Base Case » traduisant les objectifs et la stratégie du Groupe sur la période 2023 - 2025, lequel a été présenté au Conseil de Surveillance de ROTHSCHILD & Co en date du 13 décembre 2022. Dans le cadre de cette présentation, le management a partagé avec le Conseil de Surveillance les potentiels risques identifiés, dans le contexte macroéconomique incertain et volatil de fin d'année 2022.

Les hypothèses structurantes de ce plan d'affaires « Base Case », ont fait l'objet d'ajustements pour refléter les incertitudes liées aux dites conditions de marché, afin de déterminer un plan d'affaires « Adjusted Case », lequel a également été présenté au Conseil de Surveillance, le 16 janvier 2023.

Le management nous a communiqué ces deux plans d'affaires, le Budget 2023 et les projections sur les exercices 2024 et 2025, se déclinant au niveau du compte de résultat et du bilan, à partir duquel sont calculés les ratios réglementaires CET1, ainsi que différents ratios de performance et de création de valeur.

Pour rappel et selon le processus d'établissement habituel mis en œuvre par la Société, le budget est établi en octobre/novembre de chaque année et est construit selon une approche « *bottom-up* » par les responsables de chaque division (*Global Advisory, Wealth & Asset Management, et Merchant Banking*) avant d'être consolidé à l'échelle du Groupe, après prise en compte des coûts centraux et des ajustements requis⁶⁶.

⁶⁶ Bonus différés, intérêts sur la dette subordonnée, dividende précipitaire notamment

Les plans d'affaires sont *standalone* et n'intègrent pas de projet de croissance externe significatif, ni de projet de cessions futures. Néanmoins, précisons que les flux sont *pro forma* de l'acquisition majoritaire récente de REDBURN, consolidée à partir du 1^{er} décembre 2022, et de la cession des activités américaines de gestion d'actifs annoncée en fin d'exercice 2022⁶⁷.

Le groupe nous a confirmé entendre développer ses activités et métiers selon le périmètre stratégique actuel.

En raison de l'évolution du contexte macroéconomique, bancaire et financier du premier semestre, en suite de la publication des chiffres d'affaires du 1^{er} trimestre 2023 et dans le cadre de la préparation de l'atterrissage au 30 juin 2023, les prévisions « *Base case* »⁶⁸ au titre du seul exercice 2023 ont été révisées à la baisse. Elles restent néanmoins supérieures à celles du plan « *Adjusted Case* ». En l'état, les prévisions 2024 et 2025 ont donc été maintenues inchangées.

Seul le plan d'affaires « *Base Case* » a été retenu pour l'évaluation du Groupe. Nous présenterons toutefois ci-après et à titre purement informatif les résultats issus du plan d'affaires « *Adjusted Case* » permettant de factoriser les potentiels effets négatifs d'un contexte macroéconomique très incertain dans l'hypothèse où il se dégraderait.

Les principales hypothèses structurantes du plan d'affaires « *Base Case* » par division sont résumées ci-après.

Global Advisory

Comme indiqué dans la publication des résultats du premier trimestre 2023 datant du 9 mai 2023, le Groupe connaît en 2023 un niveau d'activité plus faible en M&A dans un contexte de baisse généralisée de ces activités. Celui-ci se traduit par i) une baisse notable du niveau de transactions annoncées et par ii) un allongement de la finalisation des transactions. En effet, les négociations de mandats demeurent plus difficiles qu'au cours des deux dernières années qui étaient exceptionnelles, compte tenu de la récente volatilité du secteur bancaire et de la hausse des taux. Le management maintient toutefois l'hypothèse d'un rétablissement à partir de 2024 et pour 2025.

S'agissant des activités de conseil en financement, les flux du plan d'affaires tiennent compte d'une performance positive sur l'horizon, tirée par des refinancements et des restructurations de dettes dont le rythme s'est accentué à la suite du choc économique connu lors de la crise de la Covid-19 (mars 2020). En effet, le management anticipe une augmentation de l'activité du Groupe sur les marchés des capitaux (*Debt Advisory*, restructurations dans des situations *Distress*, introductions en bourse, etc.).

Les projections tiennent compte également des ambitions du management, quant au développement des activités aux Etats-Unis, avec notamment le recrutement de plusieurs banquiers d'affaires en 2024 et 2025. Aussi, les flux sous-tendent une attrition naturelle au Royaume-Uni et en France, étant précisé que le reste de l'Europe et du Monde demeure stable.

⁶⁷ Pour rappel, la Société a finalisé la cession de ses entités de gestion en Amérique du Nord à Wintrust en avril 2023

⁶⁸ Présentées au Conseil de Surveillance de ROTHSCCHILD & CO le 13 décembre 2022

Dès lors, les principales hypothèses de cette division sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne d'environ +8,0% du produit net bancaire entre 2023 et 2025 ;
- Une génération de résultat net avant impôts sur l'horizon supérieure aux niveaux observés historiquement (à l'exception des exercices 2021 et 2022 considérés comme exceptionnels).

Wealth & Asset Management

Nous rappelons que le résultat net avant impôt 2022 a connu pour la première fois un niveau supérieur à 150 M€ grâce à une forte dynamique commerciale connue en Europe (2,5 Mds€ de nouveaux actifs nets dans la banque privée notamment) et une forte hausse des taux d'intérêts. Ces activités bénéficient de rendement des placements de capitaux élevés de même que l'inflation. La trésorerie placée sans risque est rémunérée à des niveaux actuellement de plus de 300 bips.

Le management est confiant dans sa capacité à réitérer en 2023 les bonnes performances observées en 2022 au titre de cette activité moins volatile que le *Global Advisory* et le *Merchant Banking*, qui bénéficie de résultats plus récurrents.

Dès lors, les principales hypothèses de cette division sont les suivantes :

- Une stabilité des revenus entre 2023 et 2025, avec une augmentation des actifs sous gestion.
- Une génération de résultat net avant impôts attendu à un niveau record en 2025, principalement en raison de l'effet d'échelle et de l'augmentation limitée de la base de coûts.

Merchant Banking

En termes de gouvernance, nous rappelons que la stratégie d'investissement (décisions stratégiques d'entrée et de sortie) des fonds du *Merchant Banking* est discutée au sein des comités d'investissement, conformément aux processus respectifs de chaque fonds. Pour rappel, les prix de sortie sont déterminés en fonction des estimations fournies par les équipes d'investissement, étant précisé que des hypothèses de prix de sortie standards et similaires sont retenues pour toutes les positions. Ces hypothèses évoluent tout au long du cycle de vie de chaque fonds, au rythme des revalorisations des différentes participations en fonction des performances et des conditions de marché.

Au niveau des investissements en *Private Equity*, le management envisage de se concentrer sur le déploiement des fonds FAPI IV, FALT, FAGC I et FAGC II, et ce, au cours des trois prochaines années.

Nous rappelons qu'une partie importante de la création de valeur du Groupe est liée aux performances des fonds multi-Stratégies FASO spécialisés dans les opérations de marchés secondaires. La plupart de la création de valeur proviendrait des fonds FASO V et FASO VI, ce dernier ayant vocation à se déployer sur les trois prochaines années.

Enfin, le management anticipe des niveaux plus faibles de capital investi par le Groupe dans les produits de *Credit Management*, dans la mesure où leurs rendements demeurent inférieurs aux produits actions par exemple.

Dès lors, les principales hypothèses de cette division sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne significative des actifs sous gestion entre 2023 et 2025, notamment tirée par une stratégie ambitieuse de levée de fonds ;
- La poursuite de la croissance des commissions de gestion d'environ 18% par an entre 2023 et 2025 notamment grâce à une augmentation significative du « *carried interest* » ;
- Le profit d'investissements (réalisé sur les fonds propres du Groupe directement investis dans les fonds du *Merchant Banking*) devrait s'établir à des niveaux supérieurs aux niveaux observés historiquement (à l'exception des exercices exceptionnels 2021 et 2022 ayant bénéficié de très fortes hausses des niveaux de valorisation du *Merchant Banking*) ;
- Une croissance annuelle moyenne d'environ 30% du résultat net avant impôts entre 2023 et 2025 pour atteindre un niveau proche du plus haut historique qui correspond à des années de réalisation de plus-values significatives sur le portefeuille.

En synthèse, les principales hypothèses consolidées et structurantes du plan d'affaires « Base Case » sont les suivantes :

- Une évolution favorable du ratio CET1 ;
- Un rendement du capital alloué ajusté moyen d'environ 13,0% sur la période 2023 – 2025 ;
- Une génération de résultat net à des niveaux très significativement supérieurs aux niveaux observés historiquement (à l'exception des exercices 2021 et 2022 considérés comme exceptionnels) :
 - Sur le *Global Advisory* : l'atteinte d'un niveau de résultat net proche du niveau moyen atteint sur les derniers exercices. Etant précisé que les exercices 2021 et 2022 sont considérés comme exceptionnels ;
 - Sur le *Wealth & Asset Management* : l'atteinte de niveaux de résultats nets supérieurs à ceux observés historiquement ;
 - Sur le *Merchant Banking* : l'atteinte d'un niveau proche du plus haut historique. Etant rappelé le caractère cyclique de cette activité.

Sur ces bases, le plan d'affaires « Base Case » reste le scénario qui traduit les objectifs stratégiques que l'on peut qualifier d'ambitieux pour le Groupe, dans un contexte macroéconomique volatil et incertain.

On peut relever que comme évoqué plus haut, ce plan d'affaires a été établi en fin d'année 2022, préalablement à un premier semestre 2023 durant lequel le secteur bancaire a été particulièrement touché, ce qui s'est notamment traduit par une révision à la baisse des consensus de marché. C'est d'ailleurs ce contexte qui a conduit la Société à établir un plan d'affaires « Adjusted Case » moins ambitieux.

Sur ces bases, le plan d'affaires « *Base Case* » reste le scénario qui traduit les objectifs stratégiques que l'on peut qualifier d'ambitieux pour le Groupe, dans un contexte macroéconomique volatil et incertain. Ce plan permet donc selon nous d'extérioriser la pleine valeur de la Société à retenir dans le contexte de l'Offre selon nous.

5.5.1.2 Détermination des flux de dividendes

Hypothèses structurantes

Nous avons déterminé les dividendes théoriques futurs sur la base de la génération de résultat sous contrainte réglementaire de capital anticipé par la Société sur l'horizon du plan d'affaires. En effet, nous avons tenu compte du capital excédentaire distribuable aux actionnaires se situant au-dessus du ratio CET1 cible de 20%, conformément à la politique de gestion du capital réglementaire du Groupe. Le management vise à maintenir un niveau de fonds propres résilient et cohérent avec le profil de risque du Groupe, tel que suivi dans le processus d'évaluation interne de l'adéquation du capital (« *Internal Capital Adequacy Assessment Process* » - ICAAP). Pour rappel, sur les cinq derniers exercices clos, le ratio de CET1 s'établit en moyenne à 20,7% (cf.4.4.2).

L'évaluation a été réalisée en date du 31 mai 2023 et tient compte de la position de solvabilité observée au 31 décembre 2022 (*i.e.* coupons attachés).

Ajustements de valeur

Nous avons tenu compte de manière indépendante de différents ajustements de valeur dans l'évaluation du Groupe :

- L'impact *cash* positif de l'exercice des stock-options, NCI, et RSU a été pris en compte, par cohérence avec le nombre d'actions dilué retenu par ailleurs (cf. §5.4.1) ;
- La valeur actualisée⁶⁹ des charges d'intérêt futures à payer au titre des dettes subordonnées à durée indéterminée émises par la Société ou ses filiales. Nous avons uniquement tenu compte de l'exercice de l'option de rachat anticipé au nominal de la souche⁷⁰ de 125 M€ (9,0%) en février 2024 ;
- La valeur actualisée⁶⁹ de la différence temporelle entre l'attribution et la charge comptable effective liée à l'ajustement IFRS des rémunérations différées (différence temporelle consistant à reconnaître la charge liée à la rémunération variable sur la période de services plutôt que lors de l'attribution). Il est à noter que la rémunération variable au titre d'une année N est enregistrée au sein de chaque division ;

⁶⁹ Au coût des fonds propres retenu

⁷⁰ Le remboursement des deux autres souches n'ayant pas été anticipé

- La valeur actualisée⁶⁹ du dividende précipitaire attribué aux associés commandités⁷¹ (pour rappel 6,3 M€ a été distribué au titre de l'exercice 2022) ;
- Dans la mesure où les plans d'affaires n'intègrent pas l'intégralité des contraintes prudentielles liées à « Bâle 3 » (cf. §4.4), nous en avons tenu compte dans nos analyses, à partir de 2025 et jusqu'à sa pleine application en 2029 (*i.e.* avec une implémentation progressive et proportionnelle sur 5 années). Il est à noter que sa pleine application conduira à une hausse des actifs pondérés par les risques du Groupe, et donc à un besoin additionnel de capital CET1 à mobiliser⁷².

5.5.1.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût des fonds propres de ROTHSCHILD & CO pour actualiser les dividendes théoriques futurs.

Ce coût a ainsi été estimé à 11,8% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,83% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois calculée au 31 mai 2023, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 4,88% (moyenne 6 mois des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE au 31 mai 2023) ;
- D'un bêta de 1,53 (source : CAPITAL IQ au 31 mai 2023, correspondant à la moyenne un an et déterminé en pondérant le bêta de chaque division (*Global Advisory, Wealth & Asset Management* et *Merchant Banking*) en fonction de la contribution de chacune d'elles au résultat net global du Groupe attendu en 2025 par le management selon le plan d'affaires « Base Case ») ;
- Une prime de taille de 0,5% (Source : KROLL⁷³) reflétant le risque additionnel de la Société du fait de sa moindre taille par rapport aux sociétés des échantillons retenus pour la détermination du bêta de chaque division (*Global Advisory, Wealth & Asset Management* et *Merchant Banking*) et telles que présentées en partie 5.5.4 ;
- D'une prime de risque spécifique⁷⁴ de 1,0% pour tenir compte de l'exposition géographique du Groupe. Nous avons tenu compte des *spreads* observés sur taux sans risque et la prime de risque dans les différentes régions où opère la Société.

⁷¹ En application des dispositions de l'article 14.1 des statuts de la Société, un préciput égal à 0,5% du bénéfice distribuable est attribué aux associés commandités

⁷² Il faut relever que l'estimation de cet impact a été appréhendée toutes choses étant égales par ailleurs, sans optimisation quelconque des actifs pondérés ni application de mesures correctives sur la rentabilité du Groupe dans la mesure où nous comprenons que ces mesures de remédiation seraient limitées

⁷³ Anciennement DUFF & PHELPS

⁷⁴ La prime de risque spécifique a été calculée en tenant en compte la différence entre la prime de risque de la France et celle des différentes zones d'activités où opèrent la Société à savoir le Royaume-Uni (+0,1%), les États-Unis (-0,9%), l'Asie et l'Amérique latine (+5,5% et +8,7%). Par cohérence entre la prime de risque et le taux sans risque de chaque zone géographique, nous avons ajouté à chacun de ces *spreads* le différentiel de taux entre les obligations 10 ans des zones géographiques mentionnées ci-dessus et celui de la France. Enfin, nous avons effectué la somme de ces *spreads* pondérées par leur poids dans le PNB de Rothschild & Co au 31 décembre 2022. Il en résulte une prime de risque additionnelle de 1,0%. Source : Damodaran

Ce taux est selon nous favorable compte tenu i) de la prise en compte du plan d'affaires « Base Case » ambitieux qui aurait pu justifier la prise en compte d'une prime de risque additionnelle au titre du risque de réalisation, ii) du contexte macroéconomique actuel incertain qui n'est pas factorisé dans les flux 2024, 2025 et à l'infini et, iii) de la volatilité du *Global Advisory* et du *Merchant Banking* qui en résulte.

5.5.1.4 Flux normatif

Afin d'appréhender la volatilité des métiers et leur rentabilité à long terme sur une base normalisée de capital, le flux normatif a été calculé à l'issue de l'horizon du plan d'affaires sur la base d'un multiple de capital alloué normatif (P/CapAI) dérivé de la formule de GORDON-SHAPIRO (méthode *Warranted Equity Value - WEV*) pour déterminer les fonds propres induits en fonction du coût des fonds propres et du retour sur capital alloué⁷⁵ normatif (RoCapAI), selon les hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini de 1,60%, en ligne avec les perspectives d'inflation long terme du FMI⁷⁶ selon la répartition géographique⁷⁷ des activités du Groupe ;
- Un coût des fonds propres de 11,80% (cf. ci-avant) ;
- Un retour sur capital alloué (RoCapAI) de 13%, correspondant à la moyenne ajustée observée sur la période 2023 - 2025 du plan d'affaires « Base Case », hors rémunération du capital excédentaire et après prise en compte de l'impôt minimum mondial de 15%⁷⁸ sur les bénéfices réalisés sur les activités de *Merchant Banking*. Précisons que le retour sur capital alloué de 13% présente un caractère volontariste qui donne la pleine valeur en immunisant des risques de crises financières. Nous avons donc établi une sensibilité du retour sur capital alloué normatif à 11,9% (établi sur la base des retours sur capital alloué historiques entre 2019 et 2022, ainsi que les retours sur capital alloué extériorisés dans les plans d'affaires "Base case" et "Adjusted case" du management permettant de refléter davantage un cycle complet).

⁷⁵ Précisons que le capital alloué est défini à l'échelle du Groupe comme le capital CET1 cible de 20% des actifs pondérés par les risques, auquel sont ajoutés les actifs intangibles (écarts d'acquisition et immobilisations incorporelles) ainsi que les autres déductions prudentielles applicables. Le retour sur capital alloué étant le rapport du résultat net et du capital alloué

⁷⁶ World Economic Outlook – Avril 2023

⁷⁷ En fonction de la contribution des principales régions (France, Royaume-Uni, Suisse, Amérique, Asie) au résultat avant impôts 2022 du Groupe

⁷⁸ Il est à noter que les bénéfices (*carried interest* et *valuation uplifts*) ne sont pas taxés actuellement. Toutefois, "afin de s'assurer que les grandes sociétés multinationales paient un niveau d'impôt minimum sur les bénéfices réalisés dans chacune des juridictions où elles opèrent, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a publié un projet de cadre législatif en décembre 2021, puis des règles détaillées en mars 2022. Ces dernières devraient être utilisées par plus de 135 juridictions autonomes ayant accepté de modifier leurs dispositions fiscales et introduire un impôt minimum de 15%. Cette réglementation est communément désignée sous le terme de Pilier 2. Le Conseil de l'UE a officiellement approuvé la directive européenne, introduisant le cadre proposé par l'OCDE dans la réglementation européenne, le 15 décembre 2022. La directive doit être transposée par les organes législatifs des États membres de l'UE avant le 31 décembre 2023, avec une application à partir du 1er janvier 2024" - Cf. Rapport Annuel 2022 de ROTHSCHILD & CO section 7.1.5

5.5.1.5 Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

La valeur des fonds propres de ROTHSCHILD & Co ressort à 3.608 M€, dont 80 % résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite, illustrant l'importance du poids des tendances à long terme.

La sensibilité de la valeur des fonds propres de ROTHSCHILD & Co à une variation combinée i) du coût des fonds propres (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après sur la valeur par action en euros :

Figure 39 – Sensibilités à une variation combinée du coût des fonds propres (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point)

		Coût des fonds propres (%)				
		11,30%	11,55%	11,80%	12,05%	12,30%
Croissance à l'infini (%)	2,1%	50,1	48,8	47,5	46,3	45,2
	1,9%	50,0	48,7	47,5	46,3	45,2
	1,6%	49,9	48,6	47,4	46,3	45,2
	1,4%	49,8	48,6	47,4	46,3	45,2
	1,1%	49,7	48,5	47,4	46,3	45,2

Source : analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprise entre 46,3€ et 48,6€ par action ROTHSCHILD & Co selon la méthode d'actualisation des dividendes futurs avec une valeur centrale de 47,4€.

Le prix d'Offre de 48,0€ par action ROTHSCHILD & Co fait ressortir une prime de +3,7% par rapport à la borne basse (46,3€), +1,3% par rapport à la valeur centrale (47,4€) et une décote de 1,2% par rapport à la borne haute (48,6€).

Nous avons également mené cette approche sur la base des mêmes hypothèses, mais d'un retour sur capital alloué (RoCapAI) de 11,9% (cf. *supra*), correspondant à un niveau plus normatif et tenant compte des effets de cycles.

La valeur des fonds propres de ROTHSCHILD & Co ressort à 3.321 M€, dont 79 % résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite, illustrant l'importance du poids des tendances à long terme.

La sensibilité de la valeur des fonds propres de ROTHSCHILD & CO à une variation combinée i) du coût des fonds propres (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après sur la valeur par action en euros :

Figure 40 – Sensibilités à une variation combinée du coût des fonds propres (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point)

		Coût des fonds propres (%)				
		11,30%	11,55%	11,80%	12,05%	12,30%
Croissance à l'infini (%)	2,1%	45,8	44,6	43,5	42,5	41,4
	1,9%	45,8	44,7	43,6	42,5	41,6
	1,6%	45,9	44,7	43,7	42,6	41,7
	1,4%	45,9	44,8	43,7	42,7	41,7
	1,1%	45,9	44,8	43,8	42,8	41,8

Source : analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprise entre 42,6€ et 44,7€ par action ROTHSCHILD & CO selon la méthode d'actualisation des dividendes futurs avec une valeur centrale de 43,7€. Le prix d'Offre de 48,0€ par action ROTHSCHILD & Co fait ressortir une prime de +12,7% par rapport à la borne basse (42,6€), +9,8% par rapport à la valeur centrale (43,7€) et une prime de 7,4% par rapport à la borne haute (44,7€).

À titre purement informatif, il est à noter que la même analyse sur la base du plan d'affaires « Adjusted Case » (RoCapAI moyen observé sur la durée du plan), que nous ne considérons pas comme une référence appropriée dans un contexte de RO, met en exergue une fourchette de valeurs comprises entre 22,3€ et 23,3€ par action ROTHSCHILD & CO avec une valeur centrale de 22,8€. Dans le cadre de notre évaluation par le DDM, nous avons tenu compte de la valeur actualisée des dividendes préciputaires au bénéfice des commandités.

Nous nous sommes interrogés sur la décote liée aux droits politiques des actions commanditées qu'il conviendrait d'appliquer aux actions commanditaires. Il existe peu de références et chacune peut correspondre à un contexte spécifique⁷⁹.

Dans le contexte, il n'a été retenu aucune décote à ce titre, ce qui peut être considéré comme favorable à l'actionnaire commanditaire.

⁷⁹ Décote liée au statut de commandite de LAGARDÈRE comprise entre 6% et 10% (source : rapport LEDOUBLE 30 avril 2021)

5.5.2 La méthode de la somme des parties, selon l'approche de GORDON - GROWTH (à titre principal)

La somme des parties selon l'approche de GORDON-GROWTH repose sur les données contributives de chacune des divisions du Groupe et sur une allocation de capital normative à chacune d'elle.

5.5.2.1 Détermination des flux

Selon la même méthodologie que le flux normatif du DDM (*Warranted Equity Value - WEV*), la valeur des capitaux propres de chaque division du Groupe a été déterminée sur la base d'un multiple de capital alloué normatif (P/CapAI) dérivé de la formule de GORDON-SHAPIRO appliqué au capital alloué (CapAI) moyen observé sur l'horizon explicite du plan d'affaires « Base Case ». Le calcul du multiple par division tient compte des spécificités de chacune d'elles, notamment du coût des fonds propres et du retour sur capital alloué moyen (RoCapAI) observé sur l'horizon explicite du plan d'affaires « Base Case ». ⁸⁰ Nous avons également établi une sensibilité du retour sur capital alloué normatif à 11,9% pour tenir compte d'un cycle complet.

Précisons que le capital alloué est défini à l'échelle du Groupe comme le capital CET1 cible de 20% des actifs pondérés par les risques, auquel sont ajoutés les actifs intangibles (écarts d'acquisition et immobilisations incorporelles) ainsi que les autres déductions prudentielles applicables. Le résultat net part du Groupe, a été ajusté :

- De la neutralisation de l'effet de l'étalement comptable des bonus et de la charge correspondant aux intérêts sur les dettes subordonnées à durée indéterminée ;
- Du retraitement du résultat des activités *Merchant Banking* dont le taux d'imposition est inférieur au taux minimum de 15% ;
- De la déduction de la rémunération estimée du capital excédentaire par rapport au ratio de CET1 cible (2,0% avant impôts correspondant au taux de dépôt de la BCE en vigueur au 7 décembre 2022, soit avant la présentation du plan d'affaires « Base Case » au Conseil de Surveillance de la Société).

⁸⁰ Respectivement 21,7%, 13,3% et 21,9% pour les divisions Global Advisory, WAM et Merchant Banking.

5.5.2.2 Taux d'actualisation

Nous présentons ci-après le coût des fonds propres calculé pour chacune des divisions du Groupe.

Global Advisory

Le coût des fonds propres de la division *Global Advisory* a été estimé à 10,80% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,83% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois calculée au 31 mai 2023, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 4,88% (moyenne 6 mois des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE au 31 mai 2023) ;
- D'un bêta de 1,32 (source : CAPITAL IQ au 31 mai 2023 – 1 an), sur la base de l'échantillon de comparables boursiers retenu pour la division *Global Advisory* (cf. §5.5.4.1) ;
- Une prime de taille de 0,5% (Source : KROLL) conformément à l'approche globale décrite ci-avant (cf. §5.5.1.3)
- D'une prime de risque spécifique de 1,0% conformément à l'approche globale décrite ci-avant (cf. §5.5.1.3).

Wealth and Asset Management

Le coût des fonds propres de la division *Wealth and Asset Management* a été estimé à 10,40% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,83% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois calculée au 31 mai 2023, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 4,88% (moyenne 6 mois des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE au 31 mai 2023) ;
- D'un bêta de 1,25 (source : CAPITAL IQ au 31 mai 2023 - - 1 an), sur la base de l'échantillon de comparables boursiers retenu pour la division *Wealth and Asset Management* (cf. §5.5.4.2) ;
- Une prime de taille de 0,5% (Source : KROLL) conformément à l'approche globale décrite ci-avant (cf. §5.5.1.3) ;
- D'une prime de risque spécifique de 1,0% conformément à l'approche globale décrite ci-avant (cf. §5.5.1.3).

Merchant Banking

Le coût des fonds propres de la division *Merchant Banking* a été estimé à 13,1% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,83% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois calculée au 31 mai 2023, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 4,88% (moyenne 6 mois des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE au 31 mai 2023) ;
- D'un bêta de 1,80 (source : CAPITAL IQ au 31 mai 2023 – 1 an), sur la base de l'échantillon de comparables boursiers retenu pour la division *Merchant Banking* (cf. §5.5.4.3) ;
- Une prime de taille de 0,5% (Source : KROLL) conformément à l'approche globale décrite ci-avant (cf. §5.5.1.3).
- D'une prime de risque spécifique de 1,0% conformément à l'approche globale décrite ci-avant (cf. §5.5.1.3).

5.5.2.3 Coûts centraux et ajustements de valeur

Nos travaux se basent sur le capital alloué à chacune des divisions du Groupe (*Global Advisory, Wealth and Asset Management, Merchant Banking*) ainsi qu'aux différents éléments qui ne sont pas directement attribuables aux divisions, à l'instar notamment des coûts centraux. Nous avons également tenu compte des autres ajustements de valeur tels que décrits au §5.5.1.2 selon leur valeur issue d'une approche par les flux :

- La valeur actualisée des charges d'intérêt futures à payer au titre des dettes subordonnées ;
- La valeur actualisée de la différence temporelle entre l'attribution et la charge comptable effective liée à l'ajustement IFRS des rémunérations différées ;
- La valeur actualisée du dividende précipitaire attribué aux associés commandités ;
- L'impact de la pleine application de Bâle 3 jusqu'en 2029 qui nécessite un besoin additionnel de capital CET1 à mobiliser.

Nous avons également tenu compte de l'impact *cash* positif de l'exercice des stock-options, NCI, et RSU, en cohérence avec le nombre d'actions dilué retenu par ailleurs.

L'évaluation, dividendes attachés, tient compte de la position de solvabilité observée au 31 décembre 2022 (*i.e.* du capital excédentaire correspondant à la différence entre le ratio de CET1 de 22,3% observé au 31 décembre 2022 et la ratio CET1 cible de 20% reflétant la politique de gestion du Groupe).

5.5.2.4 Résultats de l'évaluation et analyse de sensibilité

La valeur par action de ROTHSCHILD & CO ressort à 48,2 €.

Tout comme pour l'approche de valorisation par actualisation des dividendes futurs, nous avons également mené cette approche sur la base de niveaux de retour sur capital alloué plus normatifs tels qu'observés au niveau du Groupe et extériorisant un niveau de 11,9%. Sur cette base, la valeur des fonds propres par action de ROTHSCHILD & CO ressort à 45,5 €.

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprise entre 45,5€ et 48,2€ par action ROTHSCHILD & Co. Le prix d'Offre de 48,0€ par action ROTHSCHILD & Co fait ressortir une prime de +5,5% par rapport à la borne basse, et une décote de 0,4% par rapport à la borne haute.

5.5.3 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur et constitue une référence de valeur.

La société ROTHSCHILD & CO fait l'objet d'un suivi relativement restreint de la part de 4 analystes (ODDO BHF, CIC MARKET SOLUTIONS, EXANE et KEPLER CHEUVREUX). Par ailleurs, ces analystes financiers communiquent de façon plus ou moins détaillée sur les prévisions de la Société et celles retenues pour leurs travaux d'évaluation. Pour ces raisons, l'analyse des objectifs de cours des analystes est présentée à titre secondaire.

Nous avons fondé notre analyse sur les objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre ROTHSCHILD & CO publiés avant le 6 février 2023, date de l'annonce par CONCORDIA de son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions ROTHSCHILD & Co.

Les dernières publications identifiées des 4 analystes qui suivent le titre ROTHSCHILD & Co antérieures au 6 février 2023 avant bourse, sont présentées ci-après :

Tableau 9 - Analyse des notes d'analystes publiées avant l'annonce de CONCORDIA

Date	Analyste	Objectif de cours (€)	Recommandation	Dernier cours de clôture avant la publication de la note(€)	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 48,0€
08/11/2022	Oddo BHF	48,0	Achat	37,1	-
09/11/2022	CIC Market Solutions	46,0	Achat	37,1	4,3 %
11/11/2022	Exane	42,5	Achat	37,7	12,9 %
15/11/2022	Kepler Cheuvreux	55,0	Achat	38,5	(12,7)%
Min		42,5		37,1	12,9 %
Médiane		47,0		37,4	2,1 %
Moyenne		47,9		37,6	0,3 %
Max		55,0		38,5	(12,7)%

Sources: Notes d'analystes, CAPITAL IQ

Il ressort de cette analyse que les derniers objectifs de cours publiés par les analystes sur cette période sont compris entre 42,5€ et 55,0€, avec un objectif de cours moyen de 47,9€.

Notons que cette fourchette relativement large ne permet pas de caractériser un véritable consensus de marché et justifie que cette référence soit présentée à titre secondaire.

Il convient donc d'examiner les raisons de ces écarts d'appréciation.

À titre d'information, nous présentons ci-après l'évolution des objectifs de cours publiés après le 6 février 2023, soit postérieurement à l'annonce des modalités de l'Offre.

Tableau 10 - Analyse des notes d'analystes publiées post annonce de l'Offre

Date	Analyste	Objectif de cours (€)	Recommandation	Dernier cours de clôture avant la publication de la note(€)	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 48,0€
07/02/2022	Oddo BHF	48,0	Neutre	47,0	-
07/02/2023	CIC Market Solutions	46,0	Achat	47,0	4,3 %
08/02/2023	Exane	48,0	Neutre	47,0	-
07/02/2022	Kepler Cheuvreux	51,0	Achat	47,0	(5,9)%
Min		46,0		47,0	4,3 %
Médiane		48,0		47,0	0,0 %
Moyenne		48,3		47,0	(0,5)%
Max		51,0		47,0	(5,9)%

Sources: Notes d'analystes, CAPITAL IQ

Réactions à l'annonce de l'Offre

Suite à l'annonce par CONCORDIA de son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions, la moitié des analystes ont gardé leur objectif de cours inchangés à l'exception de KEPLER CHEUVREUX qui a abaissé son objectif de cours de 55 € à 51€ et d'EXANE qui a pour sa part ajusté son objectif de cours sur le prix d'Offre soit 48€.

Nous avons analysé les récentes notes d'évaluations des analystes concernant le titre, afin d'en extraire les principaux commentaires et opinions exprimés suite à l'annonce de l'Offre.

Prix de l'Offre :

A l'exception de KEPLER CHEUVREUX qui estime que le prix d'Offre proposée par CONCORDIA est en dessous de la valeur intrinsèque du titre :

- *"We believe the offer price does not fairly compensate minority shareholders "*
- *"We do not see the tender offer price at EUR48 per share cum dividend as fair for minority shareholders."*

Les autres analystes sont unanimes sur le prix de l'Offre. Certains d'entre eux estiment que le marché a longtemps sous-évalué la valeur de l'action, comme en témoignent les commentaires suivants :

- **CIC MARKET SOLUTIONS :**
 - *" The exit price proposed would [i.e. 48€], in our view, allow the current shareholders (who are mostly long-term) to value this strategy correctly."*

- *"We have long believed that the market was failing to adequately price the value created by the company's strategic shift. This led to the strong development of the private equity & debt businesses initiated by Alexandre de Rothschild and their synergies with the advisory and private management activities."* (07/02/2023)
- *ODDO BHF : " This price represents a premium of 19% compared to the closing price on February 3, 2010 and a premium of 27%, 34% and 36% respectively compared respectively compared to the volume-weighted average prices 60, 120 and 180 days prior to that date, as well as a 15% premium to the historical high price. "*(07/02/2023)
- *EXANE : " Some minority investors view the offer price as low, with EUR8 special dividend (giving shareholders back their own money) and an effective EUR40 offer price (nil premium). On the other hand the offer is being made with the shares near their all-time high, so it is not being snatched at a low point. "*(08/02/2023)

Retrait Obligatoire

L'analyste de KEPLER CHEUVREUX apprécie la pertinence de l'opération de sortie de cotation du titre ROTHSCHILD & CO :

- *"We think there is good rationale for the company to go private."*
- *"We were not surprised by the announcement of CONCORDIA being willing to take ROTHSCHILD & CO PRIVATE."*
- *"We believe that a listing represents more of a burden than an opportunity for the Group."* (07/02/2019)

Publications postérieures au dépôt de l'Offre

Les analystes de KEPLER CHEUVREUX et d'EXANE ont publiés des notes les 15 et 19 juin 2023, postérieurement au dépôt de l'Offre ainsi qu'à la communication de la Société sur ses prévisions 2023. Nous en détaillons le contenu ci-après.

Analyse de la note de KEPLER CHEUVREUX du 15 juin 2023

Le 15 juin 2023, l'analyste de KEPLER CHEUVREUX a publié une note dans laquelle il relève son objectif de cours de 51€ à 66€ par action ROTHSCHILD & CO et considère désormais, que *« Taking Rothschild & Co private will be an important loss for minority shareholders, and we believe there is a fair price for it, albeit much higher than the EUR48 cum dividend offered by Concordia »*.

La publication de cette note survient en effet plusieurs mois après l'annonce de l'Offre, alors même que l'analyste avait lors de cette annonce abaissé son objectif de cours (de 55€ à 51€). Par ailleurs, comme précisé ci-avant, l'analyste exprimait en réaction à l'annonce *« We do not see the tender offer price at EUR48 per share cum dividend as fair for minority shareholders. »* et *« We believe the offer price does not fairly compensate minority shareholders »*.

Nous présentons ci-après les principales hypothèses financières structurantes désormais retenues par l'analyste et nos analyses de ces dernières.

La structure de capital :

L'analyste estime que la structure du capital de la Société n'est pas optimisée ce qui en détériore le rendement :

“ However, if we were to normalise Rothschild & Co's tangible equity based on a CET1 ratio of 15% then the ROTE would increase by 6pps on average over 2016-22”.

Dans les faits, le Groupe pilote son capital sur la base d'un ratio CET 1 cible de 20%, comme en témoigne l'analyse financière présentée ci-avant (cf. 4.4.2). Ce niveau nous a été confirmé pour le futur à long terme. Les estimations évoquées par l'analyse sont donc selon nous théoriques, dès lors qu'elles apparaissent éloignées de la réalité opérationnelle du Groupe et de sa stratégie confirmée en la matière.

La structure de l'Offre :

Concernant la structure de l'Offre, l'analyste considère que le prix qui devrait être considéré par les actionnaires, est le prix ex-distributions, soit 38,6€.

« We consider the genuine tender offer to be the price ex-dividend, i.e. EUR38.6 per share. Indeed, the dividends that are paid are company money that is paid out to shareholders, i.e. capital that is owned by shareholders. We do not think it makes financial sense to include capital that belongs to shareholders in the tender offer”.

“Therefore, we believe the underlying offer from Concordia stands at EUR38.6 and not EUR48. EUR38.6 is below Rothschild & Co's share closing price the week before the tender offer announcement”.

Les distributions correspondent à un transfert de valeur de la Société vers chacun de ses actionnaires à hauteur de leur quote-part dans le capital, sans que cela nous semble devoir faire débat au plan des principes.

Le paiement des distributions est une sortie de ressource pour la Société qui vient diminuer son patrimoine, et donc sa valeur, ce dont il convient de tenir compte, en particulier lorsqu'il s'agit de distributions significatives.

La valeur est toujours considérée cum ou ex-distributions, et on doit nécessairement distinguer si la valeur est avant ou après détachement du coupon.

Là où l'actionnaire disposait avant les distributions d'une action valorisée 48,0€ sur la base du prix d'Offre, il recevra bien un montant de 48,0€ en apportant ses titres à l'Offre décomposé entre 9,4€ de distributions perçues et un prix par action offert de 38,6€.

Chacun des actionnaires reçoit un montant des distributions à hauteur de sa quote-part en capital qu'il apporte ou non à l'Offre.

Ainsi, raisonner sur un prix d'Offre de 38,6€ (ex-distributions), impose de comparer de prix à un cours du titre de la Société avant annonce duquel il faut alors soustraire les montants des distributions annoncées (soit 9,4 € par action) qui viendront appauvrir la Société. Pour assurer une comparaison homogène et pertinente sur la base de ce prix ex-distributions de 38,6€, le cours avant annonce de 40,25€ (cum-distributions) doit être ajusté ex-distributions à 30,85€ (40,25 moins 9,4€), et la prime théorique extériorisée par le prix d'Offre ex-distributions ressort à 25,1%.

La valorisation de ROTHSCHILD & Co :

Comme précisé ci-avant, l'analyste a relevé son objectif de cours de 51€ à 66€. L'utilisation des paramètres de valorisation structurants suivants appellent quelques commentaires de notre part :

- L'analyste utilise un niveau de CET 1 ratio de 17% (*"Therefore, we have decided to take into account only the capital exceeding the 17% CET1 ratio"*). Comme évoqué ci-avant, cette hypothèse ne correspond pas à la réalité opérationnelle du Groupe, lequel pilote son capital sur la base d'un ratio constaté proche de 20%, ce qui est illustratif des limites de la comparaison opérée comme nous l'avons également relevé.
- Par ailleurs, dans sa précédente publication, l'analyste considérait que seuls 50% du capital excédentaire au-delà d'un CET 1 cible de 17% étaient distribués. Il en considère désormais l'intégralité sans explication particulière. *"We also remove the 50% "conservative" discount we used to apply on this excess capital"*.
- Lors de sa dernière publication, l'analyste utilisait dans sa somme des parties, un multiple de 8x le résultat net pour évaluer l'activité de *Global Advisory*. Ce multiple correspondait au multiple extériorisé sur la base d'un échantillon de sociétés américaines, lequel était décoté de 20%.

"For Global Advisory, we have looked at all the peers that Rothschild & Co traditional list as its peers in its results presentation. These include exclusively US companies. The 2024E consensus P/E multiples for these names is 10.7x. We use an arguably conservative 8x P/E multiple, 20% lower than the peers average in our SOP valuation"

Nous comprenons que l'analyste a révisé sa position en ne décotant plus le multiple, pour tenir compte des niveaux de multiples de transactions observés sur des sociétés de conseil M&A ces derniers mois⁸¹. Comme nous le présentons dans notre évaluation, le caractère non régulé et américain des sociétés retenues dans l'échantillon nécessite toujours la prise en compte d'une décote afin de tenir compte des caractéristiques différentes de la Société en termes de régulation et de marché.

- Dans le cadre de l'évaluation de l'activité de *Merchant Banking*, l'analyse retient la valeur de la NAV à 100%.

"We use the last disclosed NAV from Rothschild & Co (Q1 2023, EUR942m) for our valuation"

Comme nous le précisons ci-avant, les cours de bourse des sociétés holding cotées affichent pour la plupart des décotes par rapport à la valeur de leur Actif Net Réévalué. A cet égard, tel que nous l'avons mis en œuvre dans le cadre de l'évaluation par somme des parties, la valeur de la NAV du portefeuille d'investissement en propre nous semble devoir être décotée pour correspondre à des valeurs de marché (cf.5.5.4.3).

⁸¹ NUMIS, GREENHILL, ARMA PARTNERS.

Les prévisions de la Société :

Les prévisions d'activité de la Société sur lesquelles reposent les travaux de l'analyste ont été révisées à la hausse par celui-ci depuis sa dernière publication du mois de février 2023. Telle que l'a exprimé la Société dans sa communication des résultats du premier trimestre, le marché du M&A a fortement reculé (près de 50% entre 2023 et 2022 comme tout le secteur) où les cours de bourse ont notablement chuté ce qui a également été le cas du *Merchant Banking*. A ce titre, toutes choses étant égales par ailleurs, il apparaît surprenant que dans un tel contexte, l'analyste ait révisé ses prévisions à la hausse, pour l'exercice 2023 notamment, et n'ait pas tenu compte du communiqué de la Société du 19 juin 2023 et de l'évolution des sociétés du secteur.

Analyse de la note de KEPLER CHEUVREUX du 19 juin 2023

L'analyste de Kepler Cheuvreux a relevé que la Société avait publié une guidance au titre de l'exercice 2023, dont le niveau diffère significativement de ses prévisions pour ce même exercice (résultat net part du groupe prévisionnel estimé d'environ 280 M€ de la Société quand celui de l'analyste est maintenu à 396 M€ comme cela était également prévu dans sa note du 15 juin).

S'il apparaissait surprenant que l'analyste, au regard des évolutions de marché observées au cours du premier semestre 2023 ne révisé pas à la baisse ses prévisions dans sa précédente note (mais les augmente même), il est d'autant plus surprenant que ce dernier les conserve à la suite d'une publication de la Société faisant état d'un agrégat prévisionnel court terme 29% plus faible.

L'analyste a donc conservé son objectif de cours inchangé à 66€.

Analyse de la note Exane du 19 juin 2023

L'analyste d'Exane a ajusté mécaniquement son objectif de cours (de 48€ à 46,6€) pour tenir compte du versement du dividende ordinaire.

Concernant l'Offre, l'analyste a déclaré : « *we have a neutral view on the shares, expecting the takeover to complete* ».

5.5.4 La méthode par somme des parties selon une approche analogique des comparables boursiers (à titre indicatif)

La méthode d'évaluation par la somme des parties consiste à valoriser séparément les différentes activités constitutives d'un groupe pour en apprécier la valeur. Cette méthode nous apparaît pertinente pour l'évaluation du groupe ROTHSCHILD & CO qui intervient sur différents métiers et sur différentes géographies, dans la mesure où elle permet de valoriser chaque actif du Groupe sur la base de critères adaptés à ses perspectives de développement, ainsi qu'à son profil et ses risques spécifiques, appréciés en fonction de la nature de l'activité et de sa localisation.

Nous avons mis en œuvre la méthode de la somme des parties en retenant une approche analogique selon la méthode des comparables boursiers homogènes pour chaque activité du Groupe.

Comme indiqué ci-avant, la méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société ou d'une activité par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées comparables du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités de chacune des divisions du groupe ROTHSCHILD & CO, nous n'avons pas identifié de société cotée qui soit pleinement comparable à chacune de ses trois divisions (*Global Advisory*, *Wealth and Asset Management*, et *Merchant Banking*) en termes de taille, de *mix* métiers et de positionnement géographique.

Pour ces raisons, cette méthode pose un problème de mise en œuvre, et n'est retenue qu'à titre indicatif. Par ailleurs, la somme des parties selon une approche analogique des comparables boursiers pourrait suggérer la possibilité de céder chacune des divisions, ce qui se traduirait par une destruction des synergies entre les métiers du Groupe.

Précisons que cette méthode a été mise en œuvre en continuité de la structure actuelle du Groupe, c'est-à-dire sans hypothèse de cession d'actifs.

Nous avons évalué indépendamment les trois divisions de la Société, avant d'ajuster la valeur totale des fonds propres obtenus :

- Des différents éléments qui ne sont pas directement attribuables aux divisions, à l'instar notamment i) des coûts centraux (frais de structure, activités hors pôles, rémunération du capital excédentaire), et ii) du montant de capital excédentaire de la Société au 31 décembre 2022 par rapport au ratio CET1 cible (20%) ;
- Des ajustements de valeur tels que décrits au §5.5.1.2 appréciés selon une approche par les multiples boursiers par souci d'homogénéité méthodologique, à l'exception de l'impact *cash* positif de l'exercice des stock-options, des NCI, et des RSU, et de l'implémentation progressive de « Bâle 3 » entre 2025 et 2029 dont les impacts a été appréhendé par les flux.

5.5.4.1 Global Advisory

En l'absence de sociétés européennes cotées considérées comme comparables, nous avons identifié six banques d'affaires américaines (type « boutiques ») intervenant essentiellement dans le secteur du conseil financier (M&A, conseil en financement, etc.). Outre le fait que si elles sont concurrentes sur certains marchés ou activités, elles n'opèrent pas globalement sur les mêmes marchés, puisque ROTHSCHILD&CO a des activités aujourd'hui limitées aux Etats Unis, ces sociétés ne sont pas régulées. Leur comparabilité est donc limitée, ce dont il faut tenir compte. Les six sociétés se présentent comme suit :

- **LAZARD LTD** est une société américaine fournissant des services de conseil financier (60% du chiffre d'affaires) et des services de gestion d'actifs (40%). Elle réalise majoritairement son activité en Amérique (54%) ainsi qu'en Europe (41%) et en Asie (5%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, LAZARD LTD a réalisé un chiffre d'affaires de 2.785 M\$ (soit 2.606 M€⁸²), pour un résultat net part du Groupe de 392 M\$ (soit 367 M€) extériorisant ainsi un ROE de 27% ;
- **EVERCORE INC** est une société américaine de conseil financier (98% du chiffre d'affaires) et des services de gestion de fortune (2%). Elle réalise son activité essentiellement aux Etats-Unis (71%) et en Europe (28%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, EVERCORE INC a réalisé un chiffre d'affaires de 2.786 M\$ (soit 2.607 M€), pour un résultat net part du Groupe de 531 M\$ (soit 497 M€) extériorisant ainsi un ROE de 32% ;
- **MOELIS & COMPANY** est une société américaine de services de conseil financier divers. Elle réalise son activité essentiellement aux Etats-Unis (79%) ainsi qu'en Europe (13%) et dans d'autres pays à l'international (8%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, MOELIS & COMPANY a réalisé un chiffre d'affaires de 985 M\$ (soit 921 M€), pour un résultat net part du Groupe de 169 M\$ (soit 158 M€) extériorisant ainsi un ROE de 32% ;
- **HOULIHAN LOKEY** est une société américaine fournissant de services généralistes de conseil en finance d'entreprise (70%), de restructuration financière (17%) et de valorisation (13%). Elle réalise son activité aux Etats-Unis (74%) et en Europe (26%). Sur le dernier exercice clos au 31 mars 2023, HOULIHAN LOKEY a réalisé un chiffre d'affaires de 1.836 M\$ (soit 1.758 M€), pour un résultat net part du Groupe de 254 M\$ (soit 234 M€) extériorisant ainsi un ROE de 17% ;
- **PJT PARTNERS** est une société américaine qui offre de services de conseil financier divers, notamment en matière de stratégie et de marchés de capitaux. Elle réalise son activité essentiellement aux Etats-Unis (90%) et à l'international (10%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, PJT PARTNERS a réalisé un chiffre d'affaires de 1.016 M\$ (soit 951 M€), pour un résultat net part du Groupe de 165 M\$ (soit 154 M€) extériorisant ainsi un ROE de 24% ;
- **PERELLA WEINBERG PARTNERS** est une société américaine fournissant des services de conseil stratégique et financier. Elle réalise son activité majoritairement aux Etats-Unis (76%) et à l'international (24%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, PERELLA WEINBERG PARTNERS a réalisé un chiffre d'affaires de 632 M\$ (soit 591 M€), pour un résultat net part du Groupe de -32 M\$ (soit -30 M€).

⁸² Sur la base d'une parité EUR/USD de 0,93570.

Nous présentons ci-après les principaux agrégats (ROE notamment) des comparables de la division *Global Advisory*.

Tableau 11 – Présentation des principaux agrégats* des comparables de la division *Global Advisory*

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Capitalisation boursière (mEUR)	ROE		Croissance du CA (%)		Croissance du RN (%)	
				2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Lazard Ltd	Bermudes	2 606	2 583	18 %	72 %	(12)%	16 %	(65)%	154 %
Evercore Inc.	Etats-Unis	2 607	4 100	26 %	36 %	(10)%	14 %	(27)%	34 %
Moelis & Company	Etats-Unis	921	2 320	6 %	45 %	(13)%	32 %	(82)%	468 %
Houlihan Lokey, Inc.	Etats-Unis	1 758	5 674	21 %	24 %	2 %	15 %	14 %	25 %
PJT Partners Inc.	Etats-Unis	951	1 589	88 %	234 %	2 %	20 %	(22)%	56 %
Perella Weinberg Partners	Etats-Unis	591	332	17 %	24 %	(2)%	20 %	(40)%	77 %
Moyenne		1 572	2 766	29 %	72 %	(5)%	19 %	(37)%	136 %
Médiane		1 355	2 452	20 %	40 %	(6)%	18 %	(33)%	67 %

* Les agrégats présentés ci-dessus ont été calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers rapports annuels disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Les principaux multiples des sociétés de l'échantillon *Global Advisory* sont synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 12 – Multiples observés* sur les sociétés cotées comparables à la division *Global Advisory*

Comparables	Pays	ROE		xPER		xP/BV	
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Lazard Ltd	Bermudes	18 %	72 %	20,2x	8,0x	6,6x	5,5x
Evercore Inc.	Etats-Unis	26 %	36 %	11,2x	8,4x	2,8x	2,6x
Moelis & Company	Etats-Unis	6 %	45 %	81,4x	14,3x	6,6x	7,2x
Houlihan Lokey, Inc.	Etats-Unis	21 %	24 %	18,2x	15,3x	3,5x	3,1x
PJT Partners Inc.	Etats-Unis	88 %	234 %	13,2x	8,4x	14,1x	40,6x
Perella Weinberg Partners	Etats-Unis	17 %	24 %	7,3x	4,1x	n/a	n/a
Moyenne		29 %	72 %	25,2x	9,7x	6,7x	11,8x
Médiane		20 %	40 %	15,7x	8,4x	6,6x	5,5x

* Multiples induits par (i) une capitalisation boursière calculée sur la base du CMPV 3 mois au 31 mai 2023, et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers rapports annuels disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Nous avons retenu le multiple moyen de PER 2024^E extériorisé par les consensus des sociétés de l'échantillon. Nous avons écarté les multiples de PER 2023^E dans le contexte macroéconomique actuel et particulièrement volatil dans le secteur bancaire, qui met en exergue des multiples de valorisation non normatifs comme le montre notamment le PER 2023^E implicite de MOELIS & COMPANY. En effet, la révision à la baisse des consensus d'analystes dans le contexte de marché moins favorable au premier semestre 2023 pour le marché du M&A a été plus importante que la baisse des cours de bourse, ce qui explique les multiples peu significatifs observés en 2023^E.

Par ailleurs, compte tenu de l'échantillon américain non régulé retenu, nous avons tenu compte d'une décote permettant de refléter le différentiel de valorisation observé entre les banques européennes et les banques américaines. Dans son principe, la décote constatée se justifie, notamment, par :

- Des différences de valorisation boursière importantes entre les acteurs américains et les acteurs européens. ROTHSCHILD & CO est exposé principalement à des marchés européens où les commissions et la profondeur du marché sont beaucoup plus faibles qu'aux Etats-Unis. Les performances mais surtout les anticipations de croissance ne sont pas les mêmes sur les deux marchés.
- Des sujets de réglementation bancaire. Pour rappel, ROTHSCHILD & CO est une société dont une partie des activités est régulée et sur une base consolidée en tant qu'entité, les activités bancaires étant notamment consommatrices de fonds propres. La décote permet ainsi de tenir compte du statut réglementé de ROTHSCHILD & CO (BCE) et des exigences qui en découlent, notamment en termes de risques, de rémunération (plafonnée et différée), d'attractivité et de rentabilité.

L'évaluation de ROTHSCHILD&CO doit tenir compte de ces deux caractéristiques majeures qui déterminent son profil et celui de ses activités au regard de ceux de ses comparables.

Cette comparaison se traduit notamment par des multiples de P/BV⁸³ (cf. Tableau 12) et des RoE (cf. Tableau 12) des acteurs américains nettement plus élevés que ceux des acteurs européens ; il convient donc pour appliquer les multiples observés de tenir compte de ces différences significatives.

⁸³ Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu les multiples de P/BV

Nous présentons ci-après l'échantillon large de banques américaines et de banques européennes observé pour le calcul de la décote :

Tableau 13 - Multiples observés* sur l'échantillon large de banques américaines et de banques européennes retenu pour le calcul de la décote

Banques américaines	Pays	CA (m EUR)	Capitalisation boursière (m EUR)	xPER		
				2023e	2024e	2025e
Jefferies Financial Group Inc.	Etats-Unis	5 663	6 665	13,4x	7,2x	6,5x
JPMorgan Chase & Co.	Etats-Unis	114 442	362 737	9,4x	9,8x	9,4x
Wells Fargo & Company	Etats-Unis	67 602	137 995	8,3x	8,3x	7,8x
The Goldman Sachs Group, Inc.	Etats-Unis	41 779	105 081	10,0x	8,4x	7,7x
Citigroup Inc.	Etats-Unis	66 023	84 114	7,2x	6,8x	5,5x
Morgan Stanley	Etats-Unis	49 955	131 255	12,5x	10,8x	9,8x
Bank of America Corporation	Etats-Unis	86 465	213 664	8,1x	8,2x	7,7x
Fifth Third Bancorp	Etats-Unis	7 320	16 586	7,0x	6,9x	7,0x
M&T Bank Corporation	Etats-Unis	7 169	19 130	7,2x	7,2x	7,3x
The PNC Financial Services Group, Inc.	Etats-Unis	19 316	46 285	8,4x	8,5x	7,8x
Truist Financial Corporation	Etats-Unis	20 827	39 651	6,9x	6,9x	6,5x
U.S. Bancorp	Etats-Unis	20 718	48 014	6,6x	6,2x	6,5x
Stifel Financial Corp.	Etats-Unis	4 078	5 798	8,5x	7,5x	6,9x
Moyenne				8,7x	7,9x	7,4x
Médiane				8,3x	7,5x	7,3x

Banques européennes	Pays	CA (m EUR)	Capitalisation boursière (m EUR)	xPER		
				2023e	2024e	2025e
ABN AMRO Bank N.V.	Pays-Bas	7 802	12 857	6,6x	5,6x	5,0x
Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.	Italie	2 459	8 134	8,3x	7,9x	7,4x
Crédit Agricole S.A.	France	22 070	32 779	7,0x	6,3x	5,9x
Commerzbank AG	Allemagne	8 668	11 556	8,1x	5,7x	5,0x
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	Allemagne	25 985	18 772	4,8x	4,3x	3,7x
UBS Group AG	Suisse	32 202	56 186	8,8x	7,8x	7,2x
BNP Paribas SA	France	44 578	69 439	6,7x	5,8x	5,2x
Société Générale Société anonyme	France	23 055	18 023	5,2x	4,2x	3,5x
Barclays PLC	Royaume-Uni	26 760	26 881	4,5x	4,2x	3,8x
UniCredit S.p.A.	Italie	18 069	34 599	5,1x	5,0x	4,4x
HSBC Holdings plc	Royaume-Uni	47 265	131 307	6,2x	6,4x	6,1x
NatWest Group plc	Royaume-Uni	14 634	29 110	5,7x	5,3x	4,8x
Banco Santander, S.A.	Espagne	41 273	54 861	5,3x	4,8x	4,3x
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	Espagne	23 114	39 192	5,4x	5,6x	5,3x
Standard Chartered PLC	Royaume-Uni	14 196	20 933	6,1x	5,1x	4,5x
Lloyds Banking Group plc	Royaume-Uni	19 389	26 881	5,8x	5,5x	4,9x
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Italie	18 471	42 587	5,7x	5,7x	5,5x
KBC Group NV	Belgique	8 229	26 123	8,2x	8,0x	7,4x
Moyenne				6,3x	5,7x	5,2x
Médiane				6,0x	5,6x	5,0x
Décote induite (%) - Moyenne				(28)%	(27)%	(30)%
Décote induite (%) - Médiane				(28)%	(25)%	(32)%

* Multiples induits par (i) une capitalisation boursière calculée sur la base du CMPV 3 mois au 31 mai 2023, et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers rapports annuels disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

La décote constatée correspond au différentiel de multiples de PER observé entre les banques américaines et les banques européennes. Elle s'établit dans une fourchette comprise entre 25% et 32%.

Dès lors, nous appliquons le multiple moyen de PER 2024^E (compris entre 6,6x⁸⁴ et 7,3x après prise en compte de la décote susmentionnée) au résultat net issu du plan d'affaires « Base Case » de la Société.

5.5.4.2 Wealth and Asset Management

Nous avons identifié huit banques privées et gestionnaires d'actifs exerçant principalement leurs activités en Europe, notamment en Suisse, au Lichtenstein, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Au même titre que la Société, ces banques accompagnent leurs clients, que ce soit des particuliers, des entrepreneurs, des fondations, des investisseurs institutionnels, des intermédiaires financiers, ou des distributeurs, dans leurs projets patrimoniaux.

Les huit banques décrites ci-après présentent des contraintes de capital réglementaires comparables à celles auxquelles est soumis le Groupe :

- **JULIUS BÄER GRUPPE AG** est une société suisse offrant des services de gestion de fortune. Elle réalise son activité principalement en Suisse (56%), dans d'autres pays européens (21%), en Amérique (2%) ainsi qu'en Asie et dans d'autres pays (21%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, JULIUS BÄER GRUPPE AG a réalisé un PNB de 1.962 M.CHF (soit 1.985 M€), pour un résultat net part du Groupe de 3.047 M.CHF (soit 3.083 M€) mettant ainsi en exergue un ROE de 15%. À cette même date, le groupe disposait de 424.120 M.CHF (429.180 M€) d'actifs sous gestion (AuM) ;
- **VONTOBEL HOLDING AG** est une société suisse fournissant des services de gestion de fortune (50%), de gestion d'actifs (36%) et d'investissement digitalisé (14%). Elle réalise son activité majoritairement en Suisse (62%) ainsi que dans d'autres pays européens (22%), en Amérique (6%) et d'autres pays dans le monde (10%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, VONTOBEL HOLDING AG a réalisé un PNB de 834 M.CHF (soit 845 M€), pour un résultat net part du Groupe de 230 M.CHF (soit 233 M€) mettant ainsi en exergue un ROE de 11%. À cette même date, le groupe disposait de 204.400 M.CHF (206.838 M€) d'AuM ;
- **EFG INTERNATIONAL AG** est une société suisse qui offre des services de banque privée et de gestion de fortune (77%), des solutions d'investissement et de patrimoine (11%) et des services relatifs aux marchés mondiaux et aux trésors publics (12,1%). Elle réalise son activité en Suisse et en Italie (37%), en Asie (17%), en Europe Continentale et au Moyen-Orient (20%), en Amérique (10%) et au Royaume-Uni (16%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, EFG INTERNATIONAL AG a réalisé un PNB de 630 M.CHF (soit 638 M€), pour un résultat net part du Groupe de 204 M.CHF (soit 206 M€) mettant ainsi en exergue un ROE de 9%. À cette même date, le groupe disposait de 143.100 M.CHF (144.807 M€) d'AuM ;

⁸⁴ (9,7x * (1-32%))

- **LIECHTENSTEINISCHE LANDESBANK AG** est une société liechtensteinoise fournissant des services bancaires aux entreprises et aux particuliers (43%), de gestion de fortune à l'international (42%) et d'autres services divers (15%). Elle réalise son activité majoritairement au Lichtenstein (63%) ainsi qu'en Suisse (21%) et en Autriche (16%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, LIECHTENSTEINISCHE LANDESBANK AG a réalisé un PNB de 211 M.CHF (soit 214 M€), pour un résultat net part du Groupe de 149 M.CHF (soit 151 M€) mettant ainsi en exergue un ROE de 7%. À cette même date, le groupe disposait de 83.926 M.CHF (84.927 M€) d'AuM ;
- **VP BANK AG** est une société liechtensteinoise qui offre des services de courtage et de banque privée (80%), des solutions clients (11%) et d'autres types de services (9%). Elle réalise son activité majoritairement au Lichtenstein (69%) ainsi que dans d'autres pays européens (24%) et dans d'autres pays dans le monde (7%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, VP BANK AG a réalisé un PNB de 140 M.CHF (soit 142 M€), pour un résultat net part du Groupe de 40 M.CHF (soit 41 M€) mettant ainsi en exergue un ROE de 4%. À cette même date, le groupe disposait de 52.283 M.CHF (52.924 M€) d'AuM ;
- **VAN LANSCHOT KEMPEN NV** est une société néerlandaise fournissant des services bancaires à des clients privés (71%), aux clients de gros et institutionnels (13%), aux banques d'investissements (9%) ainsi que d'autres services (6%). Elle réalise son activité essentiellement aux Pays-Bas (83%) et le reste en Belgique (13%) et dans d'autres pays (4%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, VAN LANSCHOT KEMPEN NV a réalisé un PNB de 233 M€ pour un résultat net part du Groupe de 84 M€ mettant ainsi en exergue un ROE de 6%. À cette même date, le groupe disposait de 108 M€ d'AuM ;
- **RATHBONES GROUP PLC** est une société britannique qui offre des services de gestion de portefeuille en direct (86%) et d'investissement dans des fonds (14%). Elle réalise son activité presque exclusivement au Royaume-Uni (97%) et le reste à Jersey (3%). Sur le dernier exercice clos au 31 décembre 2022, RATHBONES GROUP PLC a réalisé un PNB de 49 M£ (soit 55 M€⁸⁵), pour un résultat net part du Groupe de 49 M£ (soit 55 M€) mettant ainsi en exergue un ROE de 8%. À cette même date, le groupe disposait de 60.200 M£ (67.871 M€) d'AuM ;
- **BROOKS MACDONALD GROUP PLC** est une société britannique fournissant des services d'investissements et de gestion de patrimoine. Elle réalise son activité essentiellement au Royaume-Uni (83%) et le reste dans les îles Anglo-Normandes (17%). Sur le dernier exercice clos au 30 juin 2022, BROOKS MACDONALD GROUP PLC a réalisé un PNB de 106 M£ (soit 123 M€), pour un résultat net part du Groupe de 23 M£ (soit 27 M€), mettant ainsi en exergue un ROE de 17%. À cette même date, le groupe dispose de 15.700 M£ (18.250 M€) d'AuM.

Nous présentons ci-après les principaux agrégats des comparables de la division *Wealth and Asset Management*.

⁸⁵ Sur la base d'une parité EUR/GBP de 1,12742.

Tableau 14 - Présentation des principaux agrégats* des comparables de la division *Wealth and Asset Management*

Comparables	Pays	Pays	ROE	Croissance du RN (%)		
			2024e	2023e	2024e	2025e
Julius Bär Gruppe AG	Sw itzerland	Suisse	18 %	19 %	10 %	7 %
Vontobel Holding AG	Sw itzerland	Suisse	12 %	5 %	23 %	8 %
EFG International AG	Sw itzerland	Suisse	12 %	25 %	14 %	8 %
Liechtensteinische Landesbank Aktien	Liechtenstein	Liechtenstein	8 %	11 %	5 %	4 %
VP Bank AG	Liechtenstein	Liechtenstein	4 %	4 %	13 %	15 %
Van Lanschot Kempen NV	Netherlands	Pays-Bas	9 %	49 %	(12)%	10 %
Rathbones Group Plc	United Kingdom	Royaume-Uni	12 %	60 %	17 %	11 %
Brooks Macdonald Group plc	United Kingdom	Royaume-Uni	n/a	2 %	9 %	15 %
Moyenne			11 %	22 %	10 %	10 %
Médiane			12 %	15 %	12 %	9 %

* Les agrégats présentés ci-dessus ont été calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers rapports annuels disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Les principaux multiples des sociétés de l'échantillon *Wealth and Asset Management* sont synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 15 - Multiples observés* sur les sociétés cotées comparables à la division *Wealth and Asset Management*

Comparables	Pays	AUM / (€Mds)	CA (mEUR)	Capitalisation boursière (mEUR)	xPER		xP/BV	
					2023e	2024e	2023e	2024e
Julius Bär Gruppe AG	Suisse	465	3 899	12 587	11,0x	9,9x	1,9x	1,8x
Vontobel Holding AG	Suisse	235	1 300	3 254	13,3x	10,9x	1,4x	1,3x
EFG International AG	Suisse	166	1 282	2 761	10,7x	9,4x	1,2x	1,2x
Liechtensteinische Landesbank	Liechtenstein	89	509	1 887	11,3x	10,7x	0,8x	0,8x
VP Bank AG	Liechtenstein	57	343	602	14,3x	12,6x	0,6x	0,5x
Van Lanschot Kempen NV	Pays-Bas	112	586	1 123	8,9x	10,1x	n/a	n/a
Rathbones Group Plc	Royaume-Uni	81	574	1 295	14,7x	12,5x	1,7x	1,8x
Brooks Macdonald Group plc	Royaume-Uni	18	142	334	11,9x	10,9x	3,7x	3,1x
Moyenne					12,0x	10,9x	1,6x	1,5x
Médiane					11,6x	10,8x	1,4x	1,3x

* Multiples induits par (i) une capitalisation boursière calculée sur la base du CMPV 3 mois au 31 mai 2023, et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers rapports annuels disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Par ailleurs, il existe des différences de taille significatives en terme d'AuM entre certaines sociétés de l'échantillon et ROTHSCHILD & CO, sans compter que les comparables disposent d'une stratégie de développement propre plus marquée que l'activité *Wealth & Asset Management* de la Société qui est plus dépendante des synergies avec les autres divisions du Groupe, qui peuvent expliquer les différences de performances et de croissance anticipée de résultat conséquentes.

Pour ces raisons, nous avons analysé et pris en compte les différentiels de croissance de résultats nets des sociétés de l'échantillon avec les prévisions de la Société⁸⁶ pour les exercices 2023 et 2024. Sur cette base, les différentiels de performance attendus sont estimés entre 20% et 25%. Nous avons donc tenu compte de décotes comprises entre 20% et 25%. Il en résulte un impact de cet ordre sur la valeur de l'activité.

Dès lors, nous appliquons le multiple moyen de PER 2024E (compris entre 8,1x et 8,8x après prise en compte de la décote susmentionnée) au résultat net issu du plan d'affaires « Base Case » de la Société.

5.5.4.3 Merchant Banking

Les acteurs du capital investissement génèrent leurs revenus à travers trois sources :

- Les commissions de gestion (FRE) : le revenu le plus prévisible et le plus résilient, basé sur une commission appliquée au capital engagé par les souscripteurs des fonds ;
- Les commissions de Performance (*carried interests* ou PRE) : ce sont des commissions dépendantes de la performance du fonds et qui sont par nature plus volatiles que les commissions de gestion ;
- Les revenus d'investissement : revenus et plus-values provenant des investissements pour compte propre dont la valeur peu fluctuer très significativement en fonction des conditions de marché.

Pour cette raison, nous avons appréhendé la valeur de l'activité à travers ses trois sources de revenus.

Nous avons identifié dans un premier temps, un échantillon large d'acteurs du capital investissement présentant des profils géographiques et opérationnels différents (gestion pour compte de tiers, pour compte propre, spécialisés en infrastructures, ...).

Cet échantillon est présenté ci-après :

- **PARTNERS GROUP HOLDING AG** est une société suisse de capital-investissement présente sur les métiers du private equity (59%), du private infrastructure (17%), du private debt (13%) et du private real estate (11%). Elle réalise son activité à Guernesey (33%), au Luxembourg (37%), aux Etats-Unis (16%), en Suisse (2%) et dans d'autres pays (12%). Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, PARTNERS GROUP HOLDING AG a réalisé un PNB de 2.590 M.CHF (soit 2.621 M€⁸⁷), pour un résultat net part du Groupe de 1.005 M.CHF (soit 1.017 M€), un ROE de 38% et dispose d'AUM de 135.000 M\$ (126.320 M€) ;
- **EQT AB** est une société suédoise de capital-investissement présente sur les métiers de l'immobilier (51%) et du capital privé (49%). Elle réalise la totalité de son activité en Suède. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, EQT AB a réalisé un PNB de 1.329 M€, pour un résultat net part du Groupe de 176 M€, un ROE de 20% et dispose d'AUM de 210.000 M€ ;

⁸⁶ Des plans d'affaires « Base case » et « Adjusted Case ».

⁸⁷ Sur la base d'une parité de EUR/CHF de 1,01193.

- **ARES MANAGEMENT CORPORATION** est une société américaine de capital-investissement présente sur les métiers du crédit (65%), du private equity (6%), de l'immobilier (19%), des actifs secondaires (8%) et des initiatives stratégiques (2%). Elle réalise son activité essentiellement en Amérique du Nord. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, ARES MANAGEMENT CORPORATION a réalisé un PNB de 994 M\$ (soit 930 M€⁸⁸), pour un résultat net part du Groupe de 439 M\$ (soit 411 M€), un ROE de 9%, et dispose d'AUM de 351.977 M\$ (329.364 M€) ;
- **ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS** est une société française de capital-investissement spécialisée sur la gestion d'actifs. Elle réalise son activité aux Etats-Unis (30%), en France (13%), au Royaume-Uni (20%), en Péninsule Ibérique (16%), en Italie (9%) et dans d'autres pays européens (12%). Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS a réalisé un PNB de 209 M€, pour un résultat net part du Groupe de -17 M€, et dispose d'AUM de 30.600 M€ ;
- **BRIDGEPOINT GROUP PLC** est une société britannique de capital-investissement présente sur les métiers du private equity (78%) et du crédit (22%). Elle réalise son activité au Royaume-Uni et dans d'autres pays européens. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, BRIDGEPOINT GROUP PLC a réalisé un PNB de 241,5 M£ (soit 272 M€⁸⁹), pour un résultat net part du Groupe de 121 M£ (soit 136 M€), un ROE de 16% et dispose d'un AUM de 38.000 M£ (42.800 M€) ;
- **BLACKSTONE GROUP PLC** est une société américaine de capital-investissement présente sur les métiers de l'immobilier (42%), du private equity (29%), du crédit et de l'assurance (20%) et des solutions pour les fonds d'investissements (9%). Elle réalise son activité essentiellement aux Etats-Unis. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, BLACKSTONE GROUP PLC a réalisé un PNB de 6.283 M\$ (soit 5.879 M€), pour un résultat net part du Groupe de 2.989 M\$ (soit 2.797 M€), un ROE de 14% et dispose d'un AUM de 974.700 M\$ (912.027 M€) ;
- **KKR & CO INC** est une société américaine de capital-investissement présente sur les métiers de la gestion d'actifs (88%) et de l'assurance (12%). Elle réalise son activité majoritairement en Amérique (68%) ainsi qu'en Europe (10%), au Moyen-Orient (8%) et en Asie-Pacifique (14%). Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, KKR & CO INC a réalisé un PNB de 2.822 M\$ (soit 2.641 M€), pour un résultat net part du Groupe de -1.024 M\$ (soit -958 M€) et dispose d'un AUM de 503.897 M\$ (471.496 M€) ;
- **APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC** est une société américaine de capital-investissement présente sur les métiers de la gestion d'actifs (35%), de la gestion des pensions retraitées (58%) et de l'investissement (7%). Elle réalise son activité essentiellement aux Etats-Unis. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC a réalisé un PNB de 1.410 M\$ (soit 1.319 M€), pour un résultat net part du Groupe de -4746 M\$ (soit -4.441 M€) et dispose d'un AUM de 547.600 M\$ (512.389 M€) ;
- **THE CARLYLE GROUP INC** est une société américaine de capital-investissement présente sur les métiers du private equity (72%), du crédit (18%) et des solutions d'investissement (10%). Elle réalise son activité en Amérique (58%), en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique (36%) et en Asie (6%). Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, THE CARLYLE GROUP INC a réalisé un PNB de 608 M\$ (soit 569 M€), pour un résultat net part du Groupe de 1.285 M\$ (1.202 M€) et un ROE de 21% ;

⁸⁸ Sur la base d'une parité de EUR/USD de 0,93570

⁸⁹ Sur la base d'une parité de 1,12742

- **3I GROUP PLC** est une société britannique de capital-investissement présente sur les métiers du private equity (91%) et des infrastructures (9%). Elle réalise son activité principalement en Europe du Nord (76%) ainsi qu'en Amérique du Nord (17%) et au Royaume-Uni (7%). Sur l'exercice clos au 31 mars 2022, 3I GROUP PLC a réalisé un rendement brut sur ses investissements de 4.525 M£ (soit 5.152 M€⁹⁰) pour un résultat net part du Groupe de 4.573 M£ (soit 5.207 M€), un ROE de 31% et dispose d'un AUM de 22.900 M£ (27.100 M€) ;
- **INTERMEDIATE CAPITAL GROUP PLC** est une société britannique spécialisée en gestion d'actifs et d'investissements divers. Elle réalise son activité principalement en Europe (71%) mais aussi en Amérique du Nord (21%) et en Asie-Pacifique (9%). Sur l'exercice clos au 31 mars 2022, INTERMEDIATE CAPITAL GROUP PLC a réalisé un PNB de 453 M£ (soit 516 M€), pour un résultat net part du Groupe de 278 M€ (soit 317 M€), un ROE de 11% et dispose d'un AUM de 68.500 M\$ (61.700 M€) ;
- **EURAZEO SE** est une société française présente essentiellement sur l'investissement en private equity (81%), en immobilier (7%) et dans d'autres actifs (11%). La société dispose d'une présence géographique sur tous les continents. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, EURAZEO SE a réalisé un chiffre d'affaires de 4.640 M€, pour un résultat net part du Groupe de 488 M€, un ROE de 6% et dispose d'un AUM de 34.100 M€ ;
- **TIKEHAU CAPITAL** est une société française présente sur les métiers du private debt (17%), de l'immobilier (19%), du private equity (11%), des marchés de capitaux (3%) et du fonds de fonds (49,6%). La société a une présence géographique sur tous les continents. Sur l'exercice clos au 31 décembre 2022, TIKEHAU CAPITAL a réalisé un PNB de 97 M€ pour un résultat net part du Groupe de 320 M€, un ROE de 10% et dispose d'un AUM de 38.800 M€ ;
STEPSTONE GROUP INC est une société américaine de capital-investissement. Elle réalise son activité aux Etats-Unis (31%) et dans d'autres pays à l'international (69%). Sur l'exercice clos au 31 mars 2023, STEPSTONE GROUP INC a réalisé un PNB de 380 M\$ (soit 350 M€⁹¹) pour un résultat net part du Groupe de -45 M€ (soit -42 Met dispose d'AUM de 134.000 M\$ (120.627 M€).

Nous avons ensuite analysé, sur la base de l'information disponible, les multiples extériorisés par les analystes suivant ces sociétés et leur permettant de valoriser à la fois les commissions de gestion (FRE) et de performance (PRE). Les investissements en propre ont été appréhendés à travers leur valeur du portefeuille au bilan à fin décembre 2022.

⁹⁰ Sur la base d'une parité de 1,13866

⁹¹ Sur la base d'une parité EUR/USD de 0,92040

Tableau 16 - Multiples observés FRE/PRE chez les acteurs du capital investissement

Comparables	Analyste	Date	Multiple	Multiple	Delta
			FRE	PRE	
			2024e		
Antin	Jefferies	26/04/2023	25,0x	10,0x	(60,0)%
Bridgepoint	JP Morgan	11/05/2023	18,0x	11,0x	(38,9)%
	Jefferies	16/03/2023	25,0x	10,0x	(60,0)%
Blackstone	Exane	24/10/2022	20,3x	12,2x	(39,9)%
EQT	JP Morgan	25/05/2023	18,0x	12,0x	(33,3)%
KKR	JP Morgan	24/01/2023	20,0x	8,0x	(60,0)%
Ares Management	JP Morgan	03/05/2023	23,0x	7,0x	(69,6)%
Moyenne			21,3x	10,0x	(51,7)%

Sources : CAPITAL IQ,, analyses FINEXSI

Nous appliquons les multiples moyens de FRE et de PRE 2024 aux résultats nets issus du plan d'affaires « Base Case » de la Société.

Les investissements pour compte propre ont été valorisés en retenant leur valeur au bilan du portefeuille à fin décembre 2022 et tenant compte d'une décote⁹² établie sur la base de la moyenne observée (comprise entre 35% et 42%) sur un échantillon de sociétés d'investissements cotées.⁹³

5.5.4.4 Résultats de l'évaluation

Les valeurs des trois activités de la Société ont ensuite été agrégées et les ajustements tels que décrits ci-avant ont été appliqués pour déterminer la valeur des fonds propres. Etant précisé que les coûts centraux ont été appréhendés sur la base du multiple moyen extériorisé pour chacune des divisions.

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprise entre 47,4€ et 49,6€ par action ROTHSCHILD & Co.

Le prix d'Offre de 48,0€ par action ROTHSCHILD & Co fait ressortir une prime de +1,3% par rapport à la borne basse, et une décote de 3,2% par rapport à la borne haute.

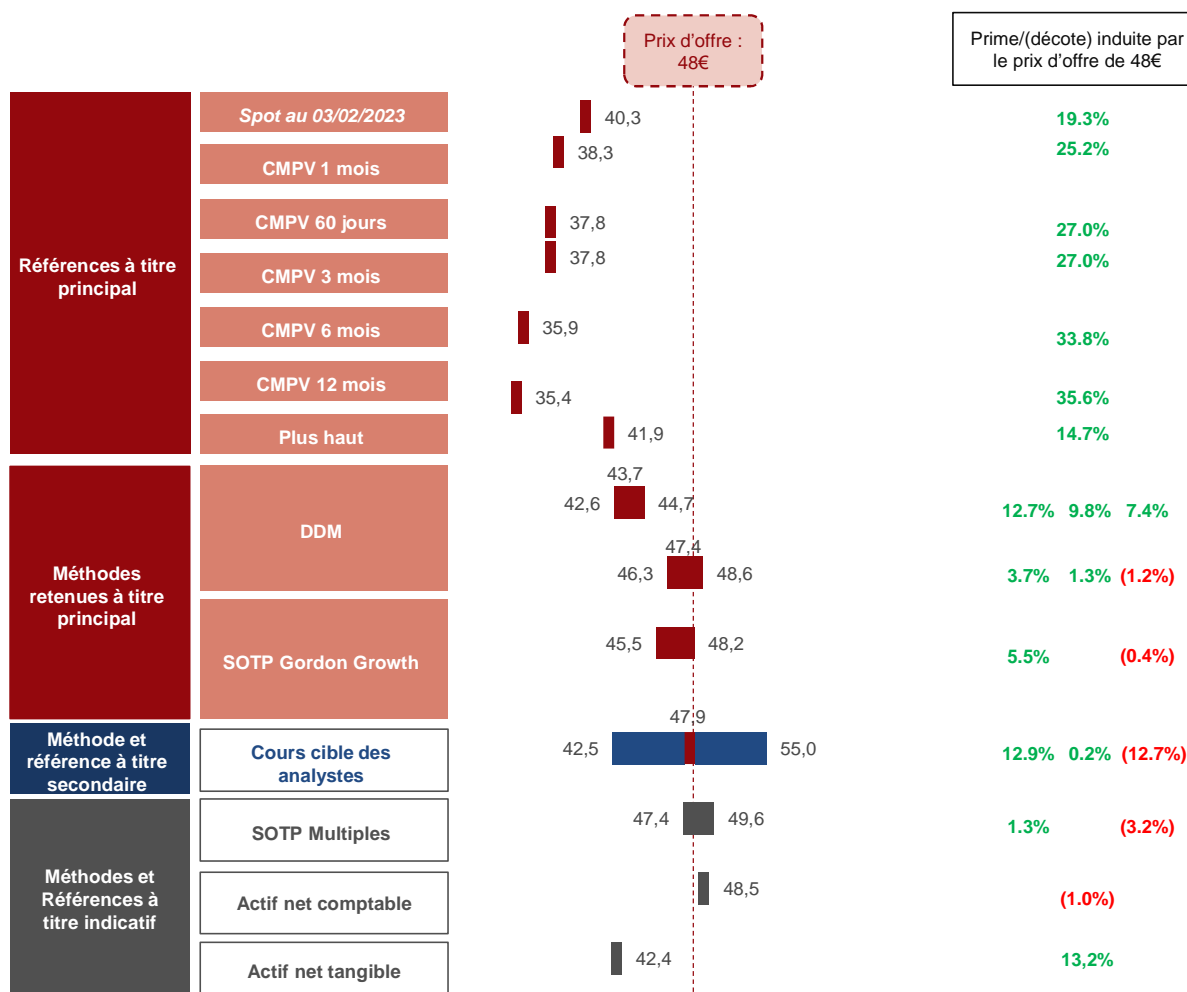
La nécessité de devoir recourir à des corrections des multiples observées pour les activités *Global Advisory* et *Wealth Asset Management* témoigne du fait que les sociétés examinées ont une comparabilité en réalité limitée du fait des différences de caractéristiques significatives, raison pour laquelle ce critère est présenté à titre indicatif.

⁹² Concernant la valeur du portefeuille, nous nous sommes référés aux multiples de valorisation observés sur des sociétés de private equity cotées identifiées. Ces multiples traduisent une décote par rapport aux valeurs des portefeuilles publiées périodiquement. Les principaux facteurs explicatifs des décotes observées sur les portefeuilles d'investissements sont : les coûts associés à la gestion des investissements, les coûts de réalisation des investissements qui ont vocation à être cédés à l'échéance du véhicule qui les porte (processus de cession d'actifs non cotés), les éventuelles contraintes liées au co-investissement et aux participations non-majoritaires, la moindre liquidité des investissements dans le non coté, les aléas sur l'évolution future de leur valeur et les conditions de marché qui prévaudront lorsque le véhicule arrive à échéance et qu'il faut réaliser les investissements (time to market, maturité et phase de développement des sous-jacents, conditions de marché à l'échéance...), les frottements fiscaux, etc.

⁹³ Wendel, Eurazeo, GBL et Altamir.

5.6 Synthèse de valorisation

Tableau 17 – Synthèse de valorisation et positionnement du prix d'Offre



Sources: Finexsi, CAPITAL IQ

Nous rappelons que quand bien même des décotes sont observées sur les sociétés en commandite par actions pour tenir compte des restrictions imposées par ce statut, en termes notamment de capacité à influencer sur la gestion ou de prise de contrôle, nos calculs ne tiennent compte d'aucune décote à ce titre, quand bien elle apparait justifiée dans son principe.

Par ailleurs, comme nous l'avons vu le jour du détachement du dividende ordinaire, le cours s'est ajusté le 29 mai 2023 à la baisse de 1,4€, passant de 47,6 € par action à 46,2 €. Le prix d'Offre s'ajustant également mécaniquement à 46,6€ par action. Chacune des références ci-dessus doit être ajustée du même montant pour être comparée au prix d'Offre ainsi ajusté.

De la même manière, lorsque le détachement de la distribution exceptionnelle interviendra le prix d'Offre deviendra 38,6 € par action, et chacune des références ci-dessus devra être ajustée en conséquence de 8€ supplémentaires par action.

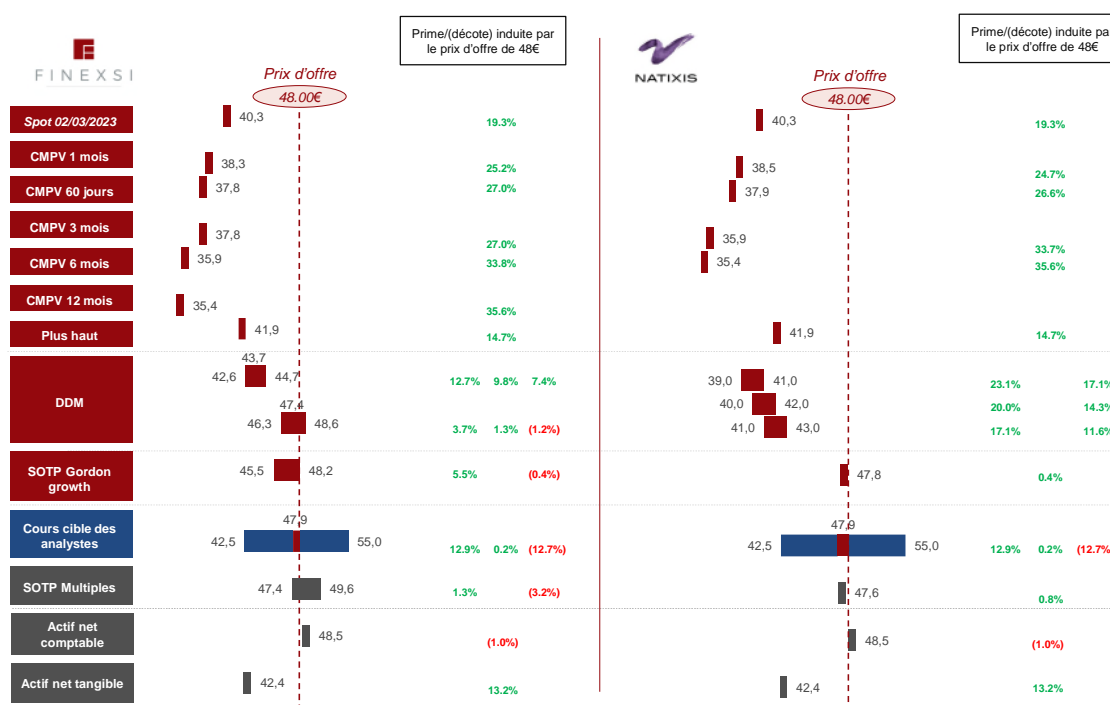
6. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Etablissements Présentateurs

NATIXIS et CRÉDIT AGRICOLE ILE DE FRANCE agissant en tant qu'Etablissements Présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapproché des représentants des Etablissements Présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les différents critères d'évaluation retenus.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après, étant précisé que nous présentons également les primes et décotes extériorisées par le prix d'Offre.

Figure 41 - Synthèse des travaux d'Evaluation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur



Sources: Finexsi, Etablissements Présentateurs.

6.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de ROTHSCHILD & CO, les Etablissements Présentateurs ont retenu les mêmes critères que FINEXSI, à savoir la méthode intrinsèque d'actualisation des flux de dividendes prévisionnels (DDM), les sommes des parties selon la méthode des multiples et la méthode de Gordon-Growth, la référence au cours de bourse de l'action ROTHSCHILD & CO et la référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre.

Les Etablissements Présentateurs ont écarté les références à l'actif net comptable (ANC) et à l'actif net réévalué (ANR), la méthode des multiples de transactions, la somme des parties selon la méthode des multiples de transactions, les transactions récentes sur le capital ainsi que la référence à la valeur liquidative de la Société. FINEXSI a écarté les mêmes méthodes et références, mais a examiné de manière détaillée la référence de l'Actif Net Comptable consolidé.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

6.2 Mise en œuvre des différents critères

6.2.1 Analyse du cours de bourse

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse de la Société jusqu'au 3 février 2023, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre et ont calculé des moyennes sur différentes périodes précédant cette date.

Nous n'identifions pas d'écart significatifs entre les données présentées par FINEXSI et celles des Etablissements Présentateurs.

6.2.2 Objectifs de cours des analystes

Les analystes, ainsi que les objectifs de cours retenus par les Etablissements Présentateurs et FINEXSI étant identiques, cela n'appelle pas de remarques particulières de notre part.

6.2.3 Données de référence

Date de valorisation

Les Etablissements Présentateurs se positionnent au 31 décembre 2022, et FINEXSI au 31 mai 2023.

Nombre d'actions retenues

Les nombres d'actions retenus par les Etablissements Présentateurs et FINEXSI sont identiques et correspondent au nombre d'actions dilués au 31 décembre 2022.

6.2.4 Actualisations des flux de dividendes

Concernant les prévisions considérées

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont eu accès au plan d'affaires du management, n'appelant de fait pas d'autres commentaires de notre part. Cependant, FINEXSI a bénéficié postérieurement à la remise de leurs travaux, d'une mise à jour du plan d'affaires révisant le budget 2023 face aux évolutions récentes du marché pouvant donner lieu à de légers écarts avec les valeurs extériorisés par les Etablissements Présentateurs.

Concernant les hypothèses financières

Pour le taux de croissance à l'infini, FINEXSI retient un taux de 1,6% légèrement supérieur à celui retenu par les Etablissements Présentateurs à 1,5%. La différence entre les taux de croissance à l'infini retenus par FINEXSI et les Etablissements Présentateurs s'explique par une différence d'approche. FINEXSI a calculé son taux sur la base de la moyenne des taux d'inflation prévus pour 2028 par le FMI dans les différentes zones géographiques où la Société est présente, en les pondérant par le résultat net avant impôt réalisé en 2022 dans chaque zone. En revanche, les Etablissements Présentateurs ont retenu une croissance en ligne avec les perspectives de croissance moyenne pour la zone Euro, le Royaume-Uni et les Etats-Unis sur la période 2023-2028 du FMI.

Analyse du calcul du coût des capitaux propres

Concernant le taux d'actualisation, FINEXSI retient un coût des capitaux propres de 11,8%, inférieur à celui retenu par les Etablissements Présentateurs à 12,4%. Cet écart peut être attribué aux facteurs suivants :

- Des sources différentes pour le taux sans risque : les Etablissements Présentateurs utilisent un taux sans risque issu d'une moyenne des rendements moyens sur 6 mois des obligations d'état à 10 ans pour la zone Euro, le Royaume-Uni et les Etats-Unis qui s'établit à 3,2% tandis que FINEXSI se réfère au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois) de 2,83% ;
- Une prime de risque différente, FINEXSI ayant retenu une prime de 4,88% (moyenne 6 mois des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE) tandis que les Etablissements Présentateurs retiennent une prime de risque de 7,6% issue de la base de données BLOOMBERG ;
- Un bêta moyen sur 5 ans de 1,23 retenu par les Etablissements Présentateurs correspondant à la moyenne de l'échantillon retenu de sociétés cotées dans chacun des métiers de la Société. FINEXSI a retenu un bêta de 1,53, qui est déterminé en pondérant le bêta moyen 1 an des comparables boursiers de chaque division en fonction de leur contribution au résultat net global du Groupe en 2025 ;

- Les Etablissements Présentateurs ne retiennent pas de prime de taille, tandis que FINEXSI retient une prime de 0,5% issue de la table KROLL 2022 traduisant un risque additionnel de la Société lié à sa taille par rapport aux sociétés des échantillons retenus pour le calcul du bêta des différentes divisions ;
- De plus, FINEXSI retient une prime de risque de 1,0% relative à l'exposition géographique du Groupe tandis que les Etablissements Présentateurs n'en prennent pas.

Analyse du retour sur capital alloué (RoCapAI)

Concernant le retour sur capital alloué (RoCapAI), FINEXSI retient un rendement de 13% qui correspond à la moyenne ajustée observée sur la période 2023-2025 du plan d'affaires « Base Case »⁹⁴ retraité des rémunérations du capital excédentaire et après impôt minimum mondial de 15% sur l'activité *Merchant Banking*. Les Etablissements Présentateurs retiennent un RoCapAI de 12,6% reposant sur la moyenne 2023-2025 du plan d'affaires « Base Case ».

Les Etablissements Présentateurs, tout comme FINEXSI, ont également extériorisé un RoCapAI « normatif » de 11,9% reposant sur une analyse historique du retour sur capital alloué de la Société.

Ratio de capital prudentiel

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu un ratio CET1 cible de 20% pour établir la contrainte de distribution des dividendes par référence à la politique de la Société en la matière qui doit être maintenue postérieurement à l'Offre.

Ajustements

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu les ajustements de la valeur des fonds propres suivants :

- La valeur actualisée des charges d'intérêt futures à payer des dettes subordonnées ;
- La valeur actualisée du résultat de la Société attribuable au préciput de ses Associés Commandités ;
- La valeur actualisée des impacts réglementaires de Bâle III (finalisé) ;
- L'ajustement IFRS lié aux rémunérations différées ;
- L'impact positif de l'exercice des instruments dilutifs (Stock-options, NCI, RSU) sur le capital de la Société.

⁹⁴ Dont le budget 2023 a été ajusté

Analyse des sensibilités et des résultats

La valeur par action de ROTHSCHILD & CO retenue par les Etablissements Présentateurs est comprise entre 39,05€ et 43,05€.

La valeur par action retenue par FINEXSI, s'établit entre 46,3 € et 48,6 €, avec une valeur centrale de 47,4€ dans le cas d'un RoCapAI « Base Case » de 13%, et entre 42,6€ et 44,7€ sur la base d'un RoCapAI « Normatif » de 11,9%.

6.2.5 SOTP modèle de Gordon-Growth

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont évalué les trois activités sur la base d'un niveau de capital alloué, de rendement et d'un coût des fonds propres pour chaque métier.

La valeur par action ROTHSCHILD & CO extériorisée par les Etablissements Présentateurs avec la méthode de la somme des parties selon l'approche Gordon-Growth s'établit à 47,8 €.

Les travaux de FINEXSI font ressortir une valeur comprise entre 45,5€ et 48,2€. L'écart de valorisation tient à plusieurs aspects pouvant être présentés de la manière suivante :

Taux d'actualisation et croissance à l'infini

Une différence sur les taux d'actualisation par division retenus. FINEXSI retient des taux d'actualisation légèrement plus faibles que les Etablissements Présentateurs avec un coût du capital pour la division (i) *Global Advisory* de 10,8% vs 11,6%, (ii) *Wealth and Asset Management* de 10,4% vs 10,7% et *Merchant Banking* de 13,1% vs 14,6%. Il convient de souligner ce point en raison de la forte sensibilité de cette approche au coût des capitaux propres.

Des approches différentes sur la détermination des taux de croissance à l'infini, comme mentionné ci-dessus Les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de croissance à l'infini de 1,5% légèrement inférieur au taux de FINEXSI qui s'établit à 1,6%.

Concernant les prévisions considérées

FINEXSI a réalisé son évaluation sur la base d'un plan d'affaires avec un budget 2023 révisé pouvant expliquer de légères différences dans les niveaux de RoCapAI par métier.

Ratio de capital réglementaire

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu un ratio CET1 cible de 20% pour établir le niveau de capital excédentaire.

Ajustements

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu les ajustements de la valeur des fonds propres suivants :

- La valeur actualisée des charges d'intérêt futures à payer des dettes subordonnées ;
- La valeur actualisée du résultat de la Société attribuable au préciput de ses Associés Commandités ;
- La valeur actualisée des impacts réglementaires de Bâle III (finalisé) ;
- L'ajustement IFRS lié aux rémunérations différées ;
- L'impact positif de l'exercice des instruments dilutifs (Stock-options, NCI, RSU) sur le capital de la Société ;
- Les coûts centraux de la Société. FINEXSI a pour sa part, procédé à une évaluation des coûts centraux sur la base du capital alloué du groupe, du coût des fonds propres et du RoCapAI établi pour la Société ;
- La prise en compte du capital excédentaire au 31 décembre 2022. Les Etablissements présentateurs ont ajusté le capital alloué à fin 2022 des variations de RWA qui sont considérés comme à caractère « temporaire ».
- Les Etablissements présentateurs ont retenu la valeur actualisée de l'économie fiscale liée à l'hypothèse d'une application des règles « Pilier 2 » uniquement à partir de 2026.

6.2.6 SOTP méthode des multiples boursiers

La valeur par action de ROTHSCHILD & CO retenue par les Etablissements Présentateurs s'établit à 47,6€. La valeur par action retenue par FINEXSI, s'établit entre 47,4€ et 49,6€. Les différences méthodologiques pouvant conduire à ces écarts sont présentés ci-après.

Global Advisory

FINEXSI et les Etablissements Présentateurs ont retenu un multiple moyen de PER 2024E auquel une décote a été appliquée afin de tenir compte des différences liées à l'environnement de marché et aux normes prudentielles entre les Etats-Unis et l'Europe.

Les multiples moyens de PER 2024 extériorisés par FINEXSI et les Etablissements Présentateurs sont (après décote) respectivement de 7,3x et 7,7x ces écarts proviennent des éléments suivants :

- Un échantillon qui diffère légèrement avec la sélection de GREENHILL et PIPER SANDLER par les Etablissements Présentateurs. FINEXSI, pour sa part a décidé de ne pas retenir ces sociétés en raison de la taille par rapport aux autres sociétés de l'échantillon, le suivi assez limité du titre (GREENHILL & Co) et par une activité exclusivement basée aux Etats-Unis (PIPER SANDLER).

Wealth and Asset Management

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu un multiple moyen de PER 2024^E. Le multiple extériorisé est de 10,3x contre 10,9x par FINEXSI. La différence s'explique par :

- Un échantillon plus large de sociétés retenues par FINEXSI et par la non-sélection de BANCA GENERALI dont l'activité est uniquement basée en Italie.

Néanmoins, comme précisé en partie 5.5.4.2, Finexsi a retenu une décote⁹⁵ au titre des différences de croissance attendues entre la Société et les sociétés de l'échantillon de comparables.

Merchant Banking

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont eu une approche similaire de valorisation de l'activité *Merchant Banking*. A savoir, une évaluation sur la base des revenus de gestion, de performance et du portefeuille d'investissements en propre. Néanmoins, des différences subsistent, lesquelles sont :

- Le choix de l'échantillon, les Etablissements Présentateurs ont retenu 4 sociétés comparables (BRIDGEPOINT, EQT, ICG et PARTNERS GROUP) tandis que Finexsi a retenu dans un premier temps un échantillon large de 14 sociétés comparables à savoir : PARTNERS GROUP, EQT, ARES MANAGEMENT, ANTIN INFRASTRUCTURE, BRIDGEPOINT GROUP, BLACKSTONE, KKR & CO, APOLLO GLOBAL MANAGEMENT, THE CARLYLE GROUP, 3I GROUP, INTERMEDIATE CAPITAL GROUP, EURAZEO, TIKHEAU CAPITAL et STEPSTONE. Puis a établi une sélection de 6 sociétés sur la base de l'information disponible telle que présentée ci-après.
- Une différence d'approche sur la détermination des multiples de gestion et de performance.
 - Les Etablissements Présentateurs appliquent des multiples distincts aux résultats des commissions de gestion (FRE) et ceux issus des commissions de performance (PRE). En l'absence de granularité suffisante dans les publications des analystes, Les Etablissements Présentateurs ont retenu une hypothèse de décote entre le multiple applicable aux FRE et celui applicable aux PRE de 40%. Cette hypothèse a été appliquée aux multiples de P/PRE des sociétés de l'échantillon afin d'extérioriser des multiples FRE et PRE (avant impôts) induits qui s'établissent respectivement à 13,6x et 8,1x.

⁹⁵ Comprise entre 20% et 25%.

- Pour sa part, Finexsi a utilisé les multiples FRE/PRE sur la base des prévisions des analystes des entreprises sélectionnées dans notre échantillon lorsque l'information était disponible, ce qui conduit à des multiples FRE et PRE (après impôts) de 21,3x et 10,0x.
- Les investissements en propre ont été valorisés par les Etablissements Présentateurs séparément en retenant un multiple P/NAV de 0,54x correspondant à la moyenne constatée sur EURAZEO et WENDEL, soit une décote de 46%. Finexsi a pour sa part retenu une décote de la valeur de la NAV sur un échantillon plus large comprise entre 35% et 42%.

Ratio de capital réglementaire

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu un ratio CET1 cible de 20% pour établir le niveau de capital excédentaire.

Ajustements

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu les ajustements de la valeur des fonds propres suivants :

- La valeur actualisée des charges d'intérêt futures à payer des dettes subordonnées ;
- La valeur actualisée du résultat de la Société attribuable au préciput de ses Associés Commandités ;
- La valeur actualisée des impacts réglementaires de Bâle III (finalisé) ;
- L'ajustement IFRS lié aux rémunérations différées ;
- L'impact positif de l'exercice des instruments dilutifs (Stock-options, NCI, RSU) sur le capital de la Société ;
- Les coûts centraux de la Société. FINEXSI a pour sa part, procédé à une évaluation des coûts centraux sur la base du multiple moyen extériorisé pour chaque métier ;
- La prise en compte du capital excédentaire au 31 décembre 2022. Les Etablissements présentateurs ont ajusté le capital alloué à fin 2022 des variations de RWA qui sont considérés comme à caractère « temporaire ».

7. Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

7.1 L'Accord d'Investissement

Un « Accord d'Investissement » a été conclu le 13 février 2023, et amendé le 9 mai 2023, entre les membres du Concert (tels que présentés en partie 1.1), incluant l'Initiateur.

L'Accord d'Investissement définit les relations entre les membres du Concert au titre du lancement de l'Offre, de son financement et l'engagement à la conclusion d'un Pacte d'Actionnaires.

Concernant le lancement de l'Offre, l'Accord d'Investissement prévoit notamment :

- Le dépôt de l'Offre par l'Initiateur auprès de l'AMF, pour le compte du Concert, sous réserve de l'obtention des autorisations réglementaires requises ;
- Un engagement de chacun des membres du Concert de n'effectuer aucune démarche qui serait susceptible de porter atteinte à l'Offre ;
- Un engagement de chacun des membres du Concert de prendre les mesures utiles et de coopérer avec la Société et l'Initiateur en vue de l'obtention des autorisations réglementaires requises en relation avec l'Offre ;
- Les modalités de financement de l'Offre par les membres du Concert ; et
- Un engagement de coopération des membres du Concert dans le cadre de l'Offre.

Concernant le financement de l'Offre, l'Accord d'Investissement prévoit notamment que l'acquisition des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sera partiellement financée par l'Initiateur et certains membres du Concert.

Les actions acquises seront réparties entre les membres du Concert conformément aux règles d'allocation suivantes (les « Règles d'Allocation ») :

- 1^{ère} tranche : les actions seront tout d'abord exclusivement attribuées à l'Initiateur jusqu'à ce que sa participation atteigne 50,1 % du capital social de la Société (sur une base entièrement diluée) ;
- 2^{ème} tranche : une fois l'objectif fixé dans la 1^{ère} tranche atteint, les actions seront ensuite attribuées à Groupe Industriel Marcel Dassault, Mousseshield, L.P, Giuliani Investimenti S.A. et Peugeot Invest Assets à parts égales jusqu'à ce que leurs participations respectives aient chacune atteint 5,1 % du capital social de la Société (sur une base entièrement diluée) ;

- 3^{ème} tranche : une fois l'objectif fixé dans la 2^{ème} tranche atteint, les actions seront ensuite attribuées à DKTRANS S.à r.l., Norbert Dentressangle Investissements, Monsieur Hubertus von Baumbach et les entités liées à la famille Rothschild anglaise (dont Hannah Rothschild) (Fondation Berma, The Rothschild Foundation, Rothschild Foundation (Hanadiv) Europe, Five Arrows Investments Limited et Trust Corporation of the Channel Islands Limited Private and Corporate Trustees Limited and Directors One Limited as Trustees of the Emily and Amelia Trust – J Fund) à parts égales jusqu'à ce que leurs participations aient atteint respectivement 892.727 actions pour DKTRANS S.à r.l. 518.135 actions pour Norbert Dentressangle Investissements 609.190 actions pour Monsieur Hubertus von Baumbach , et un total de 1.295.337 actions pour les entités liées à la famille Rothschild anglaise (dont Hannah Rothschild); et
- 4^{ème} tranche : une fois l'objectif fixé dans la 3^{ème} tranche atteint, les actions seront allouées à Rothschild & Co Partners jusqu'à ce que sa participation ait atteint 9,7 % du capital social de la Société⁹⁶ , le solde étant alloué à Concordia.

Il est précisé que les membres du Concert, pendant toute la durée de l'Accord d'Investissement, ne peuvent acquérir ou céder, des actions sans l'accord préalable des autres membres du Concert et sauf dans les cas prévus par l'Accord d'Investissement.

Nous relevons que les nouveaux actionnaires acquerront les actions au prix d'Offre et dans le cadre de cette dernière.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de disposition financière susceptible de créer un avantage par rapport aux actionnaires minoritaires auxquels l'Offre est proposée.

7.2 Le Pacte d'Actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires a été conclu le 8 juin 2023 entre les membres du Concert incluant l'Initiateur pour une durée de quinze ans⁹⁷.

Le Pacte d'Actionnaires définit les relations entre les membres du Concert au titre (i) de la gouvernance de la Société, et (i) de la liquidité des titres.

Concernant la gouvernance, à l'issue de l'Offre, y compris, le cas échéant, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, la Société conservera une gouvernance duale mais la composition du Conseil de Surveillance sera remaniée afin de refléter le nouvel actionnariat de la Société.

Transfert d'Actions et clauses de sortie.

⁹⁶ (sur une base entièrement diluée telle qu'évaluée à la date du Projet de Note d'Information en tenant compte des actions déjà détenues ou devant être détenues)

⁹⁷ Il sera automatiquement résilié dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre au plus tard au troisième anniversaire de la date de règlement-livraison de l'Offre.

Concernant la liquidité, le Pacte d'Actionnaires instaure les principes suivants :

- Une clause d'incessibilité⁹⁸ pendant une période de 8 ans suivant la date de règlement-livraison de l'Offre ;
- (ii) à l'issue de la période d'incessibilité, une clause de liquidité permettant aux actionnaires (à l'exception notamment de l'Initiateur) de transférer tout ou partie de leurs actions pour autant qu'elles représentent au moins 1% du capital social de la Société, et sous réserve du respect d'un droit de premier refus de l'Initiateur⁹⁹;
- (iii) une clause d'agrément préalable du Gérant, applicable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;
- (iv) une promesse de vente consentie par les parties au Pacte d'Actionnaires (autres que l'Initiateur et Rothschild & Co Partners) au bénéfice de l'Initiateur et portant sur l'intégralité de leurs actions, mise en jeu si elles viennent à connaître un changement de contrôle ;
- (v) un droit de sortie conjointe totale des actionnaires autres que l'Initiateur pouvant être actionné si l'Initiateur vient à détenir moins de 34% du capital de la Société, ou si la famille Rothschild cesse de détenir plus de 50% du capital social de l'Initiateur, ou encore si la Branche Française de la famille Rothschild cesse de contrôler Rothschild & Co Gestion ou tout autre gérant statutaire de la Société ; et
- (vi) une obligation de sortie totale aux termes de laquelle l'Initiateur peut forcer les autres actionnaires à céder leurs Actions en cas d'offre d'acquisition d'un tiers portant sur 100% du capital social de la Société, ou en cas de cession de 100% du capital de l'Initiateur, ou encore en cas de cession par la Branche Française de la famille Rothschild de 100% de ses intérêts dans la Société.

Il est précisé qu'aux termes du Pacte d'Actionnaires, les parties bénéficient d'un droit d'anti-dilution en cas d'augmentation de capital de toute nature.

Le Pacte d'Actionnaires inclut une clause de détermination annuelle de la valeur des titres de la Société reposant sur une formule devant être appliquée par un expert financier indépendant prenant en compte pour 50% le multiple de la valeur d'actif net comptable tangible ajusté induit par le prix de l'Offre, ainsi que pour 50% la valeur de la Société sur une base multicritère¹⁰⁰. La valorisation de la Société sera établie en cohérence avec les méthodes retenues pour la valorisation dans le cadre de l'Offre.

⁹⁸ (sous réserve de certaines exceptions, notamment s'agissant des transferts effectués au bénéfice d'un affilié de l'actionnaire cédant, dont celui-ci détient plus de 50% du capital et des droits de vote et dont il garde le contrôle exclusif)

⁹⁹ (par exception, tout actionnaire détenant ou venant à détenir moins d'un pour cent (1%) du capital social de la Société peut transférer l'intégralité de ses Actions (et seulement l'intégralité) durant cette même période)

¹⁰⁰ Etant précisé que cette valeur sert de prix de référence sur lequel les actionnaires seront réputés avoir donné leur accord définitif et irrévocable notamment pour l'application de la clause d'agrément (pour la détermination du prix de cession en cas de refus d'agrément) et de la promesse de vente en cas de changement de contrôle

Nous relevons que :

- Les futurs actionnaires sont tenus par une clause de lock-up de 8 ans restreignant leur liquidité.
- Au-delà de cette période, il n'existe pas de valeur garantie de l'action dont le prix reposera sur la combinaison équilibrée :
 - d'une valeur fixée par un expert indépendant selon une approche cohérente avec celle que nous avons mise en œuvre et qui encadre le prix d'Offre ;
 - de la transposition du multiple de capitaux propres tangibles induit par le prix d'Offre, c'est-à-dire une transposition du prix d'Offre.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de disposition financière assimilable à un prix garanti ou qui offrirait des conditions financières améliorées par rapport au prix de l'Offre.

7.3 Engagements d'apport des Actions à l'Offre

Certains actionnaires de la Société se sont engagés auprès de l'Initiateur à apporter leurs actions à l'Offre, soit 2.113.165 actions, représentant 2,7 % du capital de la Société.

Certains membres du Conseil de Surveillance ont également annoncé leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre (tel qu'indiqué à la Section 4 du Projet de Note en Réponse).

Nous n'identifions pas de disposition financière susceptible de créer une inégalité de traitement entre les actionnaires dès lors que ces engagements sont réalisés au prix d'Offre sans être assortis d'autres conditions financières.

7.4 Mécanisme de liquidité des Actions Dutreil

L'Initiateur entend conclure un mécanisme de liquidité avec les actionnaires titulaires d'actions de la Société sous pactes Dutreil. Ce mécanisme visera à ce que chaque titulaire d'actions Dutreil consente à l'Initiateur une promesse de vente, exerçable dès lors qu'elles deviendront disponibles (au terme des engagements de conservation en application des dispositions de l'article 787 B du CGI), suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur, exerçable à compter de la fin de chaque période d'exercice de la promesse de vente, et à défaut d'exercice de celle-ci.

En cas d'exercice, le prix d'exercice sera déterminé sur la base de la formule évoquée ci-avant à la Section 7.2 S'agissant des promesses exercées avant la disponibilité de ladite valorisation sur la base des comptes de la Société pour l'exercice 2023, elles le seraient au prix de 38,60€.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de disposition financière assimilable à un prix garanti ou qui offrirait des conditions financières améliorées par rapport au prix de l'Offre donc de dispositions susceptibles de créer une inégalité de traitement entre les actionnaires.

7.5 Transfert d'Actions à ROTHSCHILD & Co Partners

Comme il est précisé en partie 1.1, les Partners du Groupe ont l'intention de se regrouper au sein de la société Rothschild & Co Partners, nouvellement créée à cette fin et visant à détenir une participation significative et de long terme dans la Société.

Les Partners et Rothschild & Co Partners envisagent de conclure des engagements au titre desquels les Partners s'engagent à transférer à Rothschild & Co Partners, un total de 6.012.078 actions, au travers d'apports en nature, fusions et cessions. Ce total d'actions inclut les actions bloquées, les actions qui seront issues des RSU, de l'exercice d'Options et de la remise d'actions résultant des NCI¹⁰¹.

Monsieur Marc-Olivier Laurent, président du Conseil de Surveillance, et Madame Lucie Maurel-Aubert, membre du Conseil de Surveillance, ont également fait part de leur intention de transférer leurs actions à Rothschild & Co Partners.

Il est précisé que les cessions d'actions à Rothschild & Co Partners se feront pour un prix égal au prix de l'Offre (net des distributions) et les apports en nature et les fusions seront réalisés sur la base d'une parité valorisant les actions apportées à 38,60 € par action et valorisant les titres Rothschild & Co Partners¹⁰² sur la base de son actif par transparence, c'est-à-dire en retenant à cet effet une valeur pour les actions de la Société de 38,60 € par action diminué de sa dette nette.

Par ailleurs, la liquidité au sein de Rothschild & Co Partners se fera essentiellement entre les Partners entrants et sortants, et selon une valorisation déterminée en cohérence avec le prix de l'Offre selon la formule décrite ci-avant à la section 7.2, appliquée par transparence chez Rothschild & Co Partners.

Il en résulte que les Partners ne bénéficieront pas de prix garanti ni de conditions financières améliorées ou différentes par rapport au prix de l'Offre.

7.6 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu, ou à conclure avec des actionnaires de la Société dans le cadre de la présente Offre. Nous nous sommes assurés sur les opérations qui nous ont été communiquées¹⁰³ qu'elles étaient réalisées par transparence avec le prix d'Offre et ne comportaient pas de référence de valeur différente du prix d'Offre.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir l'Accord d'Investissement, le Pacte d'Actionnaires, les Engagements d'Apport, le Mécanisme de liquidité des actions Dutreil, les transferts d'actions à Rothschild & Co Partners, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

¹⁰¹ 2 780 339 actions seront issues de l'exercice d'Options, de la livraison d'Actions au titre des RSU et des NCI),

¹⁰² Etant précisé que certains Partners souscriront en numéraire au capital de Rothschild & Co Partners.

¹⁰³ L'acquisition d'actions Concordia par Financière de Tournon, l'acquisition d'actions R&Co Gestion et R&Co Commandité par Financière de Tournon et Ponthieu Rabelais, l'Emission d'Obligations par Integritas, l'augmentation de capital de Concordia, la modification du pacte d'actionnaires de Concordia et la modification des promesses d'achat et de vente.

8. Analyse et appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires

Nous avons été sollicités par un actionnaire A qui nous a transmis, directement ou indirectement¹⁰⁴, différents courriers. Nous avons reçu l'avocat de cet actionnaire le 8 mars 2023 et le 17 avril 2023. L'expert conseil mandaté par l'actionnaire A nous ayant fait part de son rapport d'évaluation sur les actions ROTHSCHILD & CO était également présent lors de la réunion du 17 avril 2023.

Nous avons également reçu le 30 juin 2023 un courrier de l'avocat de l'actionnaire A évoquant les problématiques fiscales liées à l'Offre. Sur ce point, nous considérons que la situation fiscale de chaque actionnaire n'entre pas en compte dans l'analyse de l'équité du prix d'Offre et donc dans notre mission.

Par ailleurs, un actionnaire minoritaire B nous a transmis un courrier le 2 mars 2023 dans lequel il a sollicité directement le Conseil de Surveillance de la Société et le Comité ad hoc sur les sujets suivants : le ratio de CET 1 de la Société, l'impact de la Distribution Exceptionnelle sur la structure de l'Offre et la valeur de la Société extériorisée par le prix d'Offre.

Concernant le niveau de CET 1 de la Société, nous renvoyons à l'analyse menée en partie 4.4.2 et qui traduit la stratégie de la Société quant à la gestion de son niveau de capital réglementaire.

L'impact de la Distribution Exceptionnelle sur la structure de l'Offre n'appelle selon nous pas de remarques si ce n'est que nous rappelons que les distributions versées reviennent à l'ensemble des actionnaires de la Société et non seulement à l'Initiateur.

Nous rappelons à toutes fins utiles, que si le prix d'Offre ne valorise pas la Société sur la base des niveaux de multiples observés sur des boutiques M&A américaines, des assets managers, et des acteurs du capital investissement c'est notamment en raison de l'absence de comparabilité de ces sociétés, tel que cela est expliqué en partie 5.5.4.

Nous avons contacté l'actionnaire B qui n'a pas souhaité nous rencontrer

Nous avons sollicité l'Initiateur et les Etablissements Présentateurs, ainsi que le management de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par les actionnaires qui nous ont saisis.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les observations formulées par chacun des actionnaires ainsi que nos principales analyses et appréciations. Nous renvoyons également aux différents développements concernés dans le rapport.

¹⁰⁴ Certains courriers nous ont été directement adressés au travers de l'avocat de l'actionnaire A, d'autres nous ont été transmis par le comité ad hoc, la Société ou ses conseils

8.1 Remarques communiquées par l'actionnaire A

8.1.1 S'agissant de la méthodologie retenue pour l'approche multicritère de l'action ROTHSCHILD & Co

8.1.1.1 Actif Net Comptable (ANC)

L'actionnaire A considère que le prix d'Offre inférieur à l'ANC « exclut la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ».

Nous rappelons que nous avons examiné cette référence généralement non considérée comme représentative de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Toutefois, il convient de préciser que le critère du prix inférieur à l'ANC entre dans le champ du « *Comply or Explain* » de l'AMF (instruction AMF DOC-2006-07 modifiée en 2020). Le rapport du groupe de travail de l'AMF soumis à consultation publique le 16 septembre 2019 sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, mettait en exergue à ce titre que : « [...] *l'application d'un critère lié à l'ANC ne serait pas pertinente s'il était appliqué indifféremment pour des sociétés telles que des banques, un holding de participations ou à une société du secteur des biotechnologies. En effet, alors que ce critère est pertinent pour les holdings de participations, il l'est beaucoup moins pour le secteur bancaire actuellement. C'est pourquoi le groupe de travail n'a pas souhaité imposer le principe d'un prix plancher* ».

Il est un fait que toutes les banques françaises et la plupart des banques européennes cotent avec une décote significative par rapport à leurs capitaux propres comptables, du fait des exigences réglementaires qui pèsent notamment sur l'attractivité et la rentabilité de celles-ci. Plusieurs Offres Publiques d'Achat Simplifiées avec Retrait Obligatoire (OPAS-RO) ont d'ailleurs été réalisées au sein du secteur financier avec une décote significative par rapport à leur ANC (BPCE / NATIXIS : 0,74x P/BV, LA BANQUE POSTALE / CNP : 0,78x P/BV), depuis les décisions rendues par l'AMF en février 2020.

Par ailleurs, la grande majorité des cours de bourse des *holdings* cotées extériorisent une décote par rapport aux capitaux propres comptables réévalués. Pour rappel, ROTHSCHILD & Co possède un portefeuille d'actifs valorisé à environ 1,1 Md€ au 31 décembre 2022, soit plus du tiers de sa capitalisation boursière. A titre d'information, l'ANC consolidé au 31 décembre 2022 s'établit à 3.565 M€, soit une valeur par action ROTHSCHILD & Co de 48,5€ sur une base diluée et de 49,7€ sur une base non diluée, soit au cas d'espèce une décote très limitée.

8.1.1.2 Analyse du cours de bourse

Analyse de la liquidité du titre

L'expert conseil mandaté par l'actionnaire A n'a pas retenu l'analyse du cours de bourse compte tenu d'un niveau de flottant « limité » et d'une liquidité « faible » et considère que « le cours de bourse n'est pas représentatif de la valeur fondamentale de Rothschild & Co ».

Nous rappelons que, selon les recommandations de l'AMF, l'expert indépendant doit mettre en œuvre, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée. Au cas d'espèce, la Société fait état d'une capitalisation boursière de l'ordre de 3 Mds€ avant annonce de l'Offre avec une part de son capital flottant représentant 39,1% du capital au 31 décembre 2022. Il est également important d'apprécier le niveau du capital flottant en valeur (soit 1,2 Md€ à 40,25€ par action ROTHSCHILD & CO à la clôture du 3 février 2023) et les volumes effectivement échangés. Les conseils de l'actionnaire A présentent des volumes échangés uniquement sur EURONEXT, qui peuvent ne pas représenter l'intégralité des échanges sur le titre toutes plateformes confondues. Enfin, les conseils de l'actionnaire A comparent la liquidité du titre ROTHSCHILD & CO à des précédents non pertinents au regard des fondamentaux du Groupe. En effet, les sociétés cibles¹⁰⁵ qu'ils évoquent ont des capitalisations boursières inférieures à 200 M€, des niveaux de flottant inférieurs à 30% et bénéficient de suivis d'analystes très limités (jusqu'à 2 analystes au maximum).

Il convient de rappeler également que les échanges sur le titre ROTHSCHILD & CO sont rythmés par un contrat de liquidité conclu avec un prestataire de services d'investissement agissant de manière indépendante et conformément à la pratique de marché admise par l'AMF.

En ce qui nous concerne, nous considérons que la liquidité est avérée et suffisante (cf. 5.3.1) pour les raisons susmentionnées. Dès lors, le cours de bourse de ROTHSCHILD & CO constitue, selon nous, une référence de valorisation que nous retenons à titre principal comme indiqué ci-avant.

Par ailleurs, l'analyse du cours de bourse de l'action ROTHSCHILD & CO permet aussi de confronter les niveaux de valorisation boursière du Groupe à ceux des sociétés considérées comme « comparables ». Nous rappelons également que l'annonce de l'Offre a été favorablement perçue par le marché, le cours de bourse n'ayant dépassé le prix d'Offre qu'une seule fois (à la clôture du 21 février 2023 à 48,05€).

Nous précisons enfin, que le cours de bourse du titre de la Société avant annonce de l'Offre s'établissait à un niveau proche du plus haut historique (41,9€) et qu'en conséquence, le prix d'Offre extériorise une prime significative y compris sur le plus haut cours historique.

8.1.1.3 Analyse des objectifs de cours des analystes

L'expert conseil n'a pas non plus retenu l'analyse des objectifs de cours des analystes, sans expliquer son choix.

Bien que le titre fasse l'objet d'un suivi de la part de quatre analystes financiers, ces derniers communiquent de façon plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et celles retenues pour leurs travaux d'évaluation. Nous considérons, dans ce contexte, que l'analyse des objectifs de cours des analystes ne peut être exclue. En raison des limites susmentionnées, nous la présentons à titre secondaire dans nos travaux.

Nous rappelons, à toutes fins utiles, que la moyenne des objectifs de cours avant l'annonce de l'Offre s'établit à 47,9€, un niveau inférieur au prix d'Offre.

¹⁰⁵ CAST, UCAR, ANTALIS et GROUPE FLO

8.1.1.4 Approche globale selon la méthode des comparables boursiers

L'expert conseil met en œuvre une approche globale selon la méthode des comparables boursiers.

Comme indiqué ci-avant, nous considérons que chaque activité dispose de ses propres spécificités qui doivent être prises en compte. Selon nous, aucun acteur ne dispose des mêmes activités que celles du Groupe, encore moins dans les mêmes proportions. Même LAZARD qui pourrait être considéré comme l'acteur le plus « comparable », non seulement est implanté essentiellement aux Etats-Unis, mais ne dispose pas d'actifs de *Merchant Banking*, activité qui se trouve au cœur de la stratégie de développement actuelle de la Société. Ce constat factuel limite donc la pertinence d'une approche globale. Pour ces raisons, nous avons écarté cette méthode.

Aussi, l'échantillon global de comparables boursiers retenu par l'expert conseil comporte indifféremment des acteurs non-régulés et régulés, sans distinction, ni correction à ce titre. Par ailleurs, cet échantillon ne tient pas compte de sociétés comparables pour l'activité de *Merchant Banking*, étant précisé que la contribution de ce métier à la rentabilité du Groupe est significative.

Comme indiqué ci-avant, nous avons mis en œuvre une somme des parties selon la méthode des comparables boursiers. En effet, cette méthode nous apparaît plus pertinente que l'approche globale pour l'évaluation du groupe ROTHSCHILD & CO qui intervient sur différents métiers et sur différentes géographies. Elle permet, selon nous, de valoriser chaque actif du Groupe sur la base de critères mieux adaptés à ses perspectives de développement, ainsi qu'à son profil et ses risques spécifiques, appréciés en fonction de la nature de l'activité et de sa localisation.

Nous relevons que l'expert conseil met en œuvre une régression linéaire $ROE^{106} / P/BV^{107}$ sur un échantillon qui ne nous semble pas pertinent. Nous rappelons que les « comparables » américains retenus font état de multiples de P/BV supérieurs à 5x et des ROE supérieurs à 30%, à l'instar de LAZARD ou HOULIHAN LOKEY notamment, pour les raisons mentionnées ci-après - cf. §8.1.3. Pour rappel, le multiple de P/BV de ROTHSCHILD & CO est inférieur à 1 avant annonce de l'Offre et le ROE moyen s'établit à environ 15% sur les cinq derniers exercices clos du Groupe.

Pour ces raisons les résultats extériorisés par l'expert conseil ne nous semblent pas pertinents.

8.1.1.5 Approche globale selon la méthode des transactions comparables

L'expert conseil a retenu la méthode des transactions comparables.

Pour notre part, nous avons écarté cette méthode en l'absence d'opérations récentes d'acquisition de sociétés présentant des modèles d'affaires et une exposition géographique comparables à ceux du Groupe.

Précisons que les transactions comparables retenues par l'expert conseil ne représentent que partiellement les activités de ROTHSCHILD & CO, les activités de *Wealth & Asset Management* étant nettement sur représentées. Pour la plupart, les cibles sont des sociétés non régulées à dominante géographique hors d'Europe.

¹⁰⁶ Return on Equity (RoE) mesure la rentabilité des capitaux propres que les actionnaires d'une société mettent à sa disposition. Il permet notamment de calculer la rentabilité financière des fonds propres

¹⁰⁷ Le multiple de Price-to-Book Value (P/BV) permet de comparer la valeur comptable des actifs de la société avec sa capitalisation boursière

Cinq transactions sur les neuf retenues par l'expert conseil sont anciennes (plus de dix ans). À l'exception de l'opération visant la société PARIS ORLÉANS SCA, toutes les transactions retenues sont majoritaires, ce qui n'est pas le cas de la présente Opération puisque le Concert Familial Elargi¹⁰⁸ détient déjà le contrôle de la Société (54,5% du capital au 31 décembre 2022). Aussi, des éventuelles synergies auraient pu être anticipées par les initiateurs des transactions retenues par l'expert conseil, ce qui ne correspond pas au cas présent.

Dès lors que le groupe gère ses activités en continuité stratégique et n'envisage pas de cession à court terme de celles-ci, la référence à de telles transactions paraît peu appropriée. De plus, une cession par branche aurait des implications du fait de la disparition des synergies actuelles, ce dont l'expert conseil ne tient pas compte. A cela s'ajoute, la problématique posée par l'importance de la marque patronymique qui ne pourrait pas être cédée dans ce scénario, problématique également non intégrée des analyses de l'expert conseil.

Par ailleurs l'expert conseil retient dans son échantillon des sociétés dont les rentabilités du capital (ROE de FORTRESS INVESTMENT GROUP de 43,4%) sont très significativement supérieures à celle de ROTHSCHILD & CO (15% sur les cinq derniers exercices clos) et biaisent considérablement les résultats de ses analyses.

Pour ces raisons les conclusions extériorisées par l'expert conseil ne nous semblent pas pertinentes.

8.1.2 S'agissant des hypothèses utilisées pour la méthode de l'actualisation des dividendes retenue

CET1 cible retenu

L'expert conseil a retenu sur tout l'horizon du plan un ratio CET1 de 17,6%, calculé sur la base d'un échantillon d'acteurs européens de *Wealth & d'Asset Management*

Il est important de noter que le Groupe est régulé au niveau consolidé, et non pas au seul niveau des activités de *Wealth & d'Asset Management*. A titre d'exemple, le besoin de fonds propres réglementaire de *Wealth & d'Asset Management* ne saurait être représentatif de celui de *Merchant Banking*.

Il est à noter surtout que ce ratio ne reflète pas la politique historique de gestion du Groupe autour de 20%¹⁰⁹. En effet, nous rappelons que chaque institution financière pilote ses niveaux de solvabilité selon sa propre politique de gestion du risque, en fonction de ses activités et de leur poids respectif¹¹⁰.

Dès lors, le ratio de 17,6% retenu par l'expert conseil majore significativement et de manière théorique le montant du capital excédentaire pouvant être distribué aux actionnaires.

¹⁰⁸ Etant précisé que le Concert Familial Elargi est résilié mais c'est également le cas si l'on considère la détention de Concordia et des membres du nouveau Concert qui faisaient déjà partie du Concert Familial Elargi

¹⁰⁹ Pour rappel, le ratio de CET1 du Groupe s'établit à 20,4% en moyenne sur les six derniers exercices clos

¹¹⁰ Le ratio Tier 1 de l'échantillon (cf. 5.5.3.2) ressort en moyenne à 21,8%

Coût des fonds propres

L'expert conseil a retenu dans son DDM un coût des fonds propres de 10%.

Le taux de 10% retenu par l'expert conseil de l'actionnaire A nous semble faible au regard notamment des activités cycliques de *Global Advisory* et de *Merchant Banking* et des risques inhérents. En effet, l'expert conseil a retenu dans le calcul du coût des fonds propres un bêta des comparables de 1,05, dont le calcul repose sur la base d'un échantillon qui ne nous semble pas pertinent comme indiqué ci-avant, et au sein duquel ne figure aucun acteur de *Merchant Banking*. Nous rappelons que les acteurs du *Merchant Banking* ont des betas les plus élevés compte tenu du profil de risque des actifs sous-jacents et de leur volatilité.

Nous rappelons à titre purement informatif que l'évolution du coût des fonds propres induite par la performance du cours de bourse de ROTHSCILD & CO sur les cinq dernières années avant annonce de l'Offre s'établit en moyenne à 12%¹¹¹.

Autres ajustements

L'expert conseil a retenu à juste titre dans ses travaux un montant relatif aux coûts centraux. En revanche, différents ajustements ayant un impact significatif sur la valeur de la Société n'ont pas été pris en compte par l'expert conseil, dans la mesure où certaines informations n'ont pas été identifiées par lui ou n'étaient potentiellement pas disponibles publiquement, à l'instar notamment de :

- La valeur actualisée des intérêts à payer sur les dettes subordonnées à durée indéterminée émises par la Société ou ses filiales ;
- La valeur actualisée de la quote-part du résultat de la Société attribuable au préciput de ses associés commandités (soit 0,5% du bénéfice distribuable social de la Société) ;
- La valeur actualisée des besoins en capital additionnel pour la Société à mobiliser en lien avec l'application de « Bâle 3¹¹² » dès 2025, en tenant compte notamment d'une application progressive de la réforme sur la période 2025 - 2029.

Les trajectoires de résultat net retenues par l'expert conseil dans l'approche DDM ne reflètent pas non plus la prise en compte de l'impôt minimum mondial de 15%¹¹³ sur les bénéfices réalisées et applicable à partir du 1^{er} janvier 2024.

¹¹¹ Cost of Equity induit par la méthode Gordon Growth.

¹¹² Pour rappel, "Bâle 3" implique notamment la révision de certains niveaux de pondération des actifs qui entrent dans le calcul de ses actifs pondérés. Au cas d'espèce, le principal effet est une hausse de la pondération des actifs Merchant Banking. En effet, la pondération des investissements en fonds propres de *Merchant Banking* devrait évoluer de 150% à 250%

¹¹³ Cf. Rapport Annuel de ROTHSCILD & CO section 7.1.5 : "Afin de s'assurer que les grandes sociétés multinationales paient un niveau d'impôt minimum sur les bénéfices réalisés dans chacune des juridictions où elles opèrent, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a publié un projet de cadre législatif en décembre 2021, puis des règles détaillées en mars 2022. Ces dernières devraient être utilisées par plus de 135 juridictions autonomes ayant accepté de modifier leurs dispositions fiscales et introduire un impôt minimum de 15%. Cette réglementation est communément désignée sous le terme de Pilier 2

Le Conseil de l'UE a officiellement approuvé la directive européenne, introduisant le cadre proposé par l'OCDE dans la réglementation européenne, le 15 décembre 2022. La directive doit être transposée par les organes législatifs des États membres de l'UE avant le 31 décembre 2023, avec une application à partir du 1er janvier 2024"

Pour l'ensemble de ces raisons, les résultats de valorisation issus de l'approche mise en œuvre pas l'expert conseil ne nous semblent pas pertinents.

8.1.3 S'agissant de la méthode de la somme des parties retenue

Global Advisory

Afin de valoriser l'activité de *Global Advisory* de ROTHSCHILD & CO, l'expert conseil a retenu un échantillon de comparables boursiers composés uniquement d'acteurs américains non régulés exerçant principalement leurs activités de conseil financier en Amérique.

Bien que la pertinence de la méthode par les comparables boursiers soit limitée en l'absence de *pure player* en matière de M&A européen, nous considérons les résultats de l'expert conseil biaisés par les différences de positionnement métier de la Société, de son exposition européenne et de son caractère régulé. En effet, comme indiqué ci-avant, nous avons tenu compte d'une décote comprise entre 25% et 32% permettant de refléter le différentiel de valorisation entre les banques européennes et les banques américaines. Dès lors, cette décote se justifie par :

- Des différences de valorisation boursière évidentes entre les acteurs américains et les acteurs européens, étant précisé que les ROE des acteurs américains sont nettement plus élevés que ceux des acteurs européens. En effet, ROTHSCHILD & CO est coté sur la bourse de Paris, son activité est essentiellement sur les marchés européens où les commissions et la profondeur du marché sont beaucoup plus faibles qu'aux Etats-Unis ;
- Des sujets de réglementation bancaire. Pour rappel, ROTHSCHILD & CO est une société dont une partie des activités est régulée, les activités bancaires étant notamment consommatrices de fonds propres. La décote permet ainsi de tenir compte du statut réglementé de ROTHSCHILD & CO (BCE) et des exigences qui en découlent, notamment en termes de risques, de rémunération (plafonnée et différée), d'attractivité et de rentabilité.

Nous précisons par ailleurs que l'analyste de Kepler appliquait également une décote au multiple observé sur les acteurs du Global Advisory.

Par ailleurs, l'expert conseil ajoute un montant de trésorerie disponible à l'activité, sans selon nous tenir compte du capital réglementaire alloué par ROTHSCHILD&CO au titre de cette activité.

Wealth & Asset Management

Afin de valoriser l'activité *Wealth & Asset Management* de ROTHSCHILD & CO, l'expert conseil a retenu un échantillon de comparables boursiers sur la base de multiples de P/E¹¹⁴.

Pour notre part, nous rappelons que nous avons tenu compte d'un échantillon plus large ainsi que d'une décote compte tenu du différentiel de croissance au niveau des résultats nets attendus entre la Société et ses comparables pouvant être expliqué par l'absence de taille critique de la Société sur cette activité et des positionnements et stratégies de développement différents.

¹¹⁴ Le multiple de *Price Earnings* (P/E) rapporte le cours de bourse de l'action d'une société, autrement sa valeur de marché, à son Bénéfice Par Action (BPA), autrement dit sa rentabilité

Merchant Banking

Afin de valoriser l'activité de *Merchant Banking* de ROTHSCHILD & CO, l'expert conseil a retenu un échantillon de comparables boursiers sur la base de multiples de P/E.

Cette approche ne nous semble pas pertinente dans la mesure où elle ne permet pas de distinguer la contribution des commissions de gestion et des commissions de performance plus volatiles par nature. En ce qui nous concerne, nous avons valorisé distinctement i) les résultats issus des commissions de gestion (sur la base de multiple de « FRE » ou de « *management fees* »), ii) des résultats issus des commissions de performance (sur la base de multiples de « PRE » ou de « *performance fees* ») et, iii) de la valeur du portefeuille d'investissement.

8.1.4 S'agissant des distributions

Le conseil de l'actionnaire A estime que « la présentation du prix de l'offre « dividendes attachés » est trompeuse puisque ces derniers sont versés par la cible et non par les initiateurs. Les distributions envisagées à hauteur de 9,4 euros (un dividende ordinaire de 1,4 euro et une distribution exceptionnelle de 8,0 euros) ne constituent donc pas une prime versée par les initiateurs, et sont exclusives de tout enrichissement des actionnaires de Rothschild & Co ».

« Finexsi doit en effet se prononcer sur l'équité du projet au regard du prix de 38,6 euros auquel les initiateurs souhaitent se limiter afin d'exproprier les minoritaires, sans prendre en compte les distributions versées par la cible à hauteur de 9,4 euros ».

Nous rappelons tout d'abord que les distributions versées (à titre ordinaire et exceptionnel) reviennent à l'ensemble des actionnaires de la Société.

Par ailleurs, dans le cas où nous raisonnerions sur un prix d'Offre de 38,6€ (Ex-distributions), il serait nécessaire de le comparer à un cours du titre ROTHSCHILD&CO avant annonce auquel il faudrait soustraire les montants de distributions versées (soit 9,4 € par action). Sur la base d'un cours avant annonce de 40,25€, le cours ajusté s'établirait à 30,85€. La prime théorique extériorisée par le prix d'Offre Ex-distributions serait ainsi de 25,1%.

8.1.5 S'agissant des synergies futures

L'actionnaire A ne souhaite pas que l'Offre soit suivie d'un retrait obligatoire « afin de laisser aux minoritaires l'opportunité de conserver leurs titres pour bénéficier des synergies futures liées au projet opérationnel porté par les initiateurs ».

Comme indiqué dans le projet de note d'information en date du 8 juin 2023, CONCORDIA, société *holding*, n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec ROTHSCHILD & CO, autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote en cas d'atteinte du seuil de 90% permettant la mise en œuvre du retrait obligatoire.

Aussi, l'ensemble des courriers reçus de la part de certains actionnaires minoritaires ont ainsi été revus et intégrés dans nos travaux.

9. Conclusion

CONCORDIA a annoncé son intention de déposer l'Offre le 6 février 2023, au prix de 48,0€ par action ROTHSCHILD & Co (dividende ordinaire et Distribution Exceptionnelle attachés). Compte tenu du détachement du dividende ordinaire de 1,4 € mis en paiement le 31 mai 2023, le prix d'Offre a été mécaniquement ajusté à due concurrence et l'Offre a été déposée au prix de 46,6€ par action (Distribution Exceptionnelle attachée). Le prix d'Offre de 46,60€ par action, Distribution Exceptionnelle de 8,00€ par action attachée, est équivalent à un prix d'Offre de 38,60€ par action après Distribution Exceptionnelle qui doit intervenir avant l'ouverture de l'Offre après la décision de conformité de l'Autorité des Marchés financiers.

Au regard des travaux d'évaluation multicritère que nous avons menés, nous pouvons formuler les principales observations suivantes :

Le prix d'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'un prix supérieur aux cours de bourse historiques de la Société, que nous considérons comme significatifs, avec notamment une prime de 19,3% par rapport au dernier cours précédant l'annonce et de 27,0% par rapport à la moyenne 60 jours à cette même date, et de 14,7% par rapport au cours de clôture record historique atteint par le titre le 13 janvier 2021.

Il se situe dans la fourchette de valeurs intrinsèques du DDM, critère qui nous semble être le plus adapté à l'évaluation des activités bancaires régulées. Ce DDM repose sur le plan d'affaires « Base Case » qui traduit les ambitions du management dans le périmètre stratégique actuel du Groupe, avec des niveaux de performance élevés sans inversion des tendances de haut de cycle, indépendamment des incertitudes actuelles observées depuis son élaboration dans le *Global Advisory* et le développement du *Merchant Banking*. Ce critère mis en œuvre sur ces bases permet ainsi d'extérioriser la pleine valeur de l'action ROTHSCHILD&CO.

Il est dans le haut de fourchette du critère de la somme des parties *Gordon Growth*, également mis en œuvre à titre principal, laquelle fourchette haute intègre pour chaque métier les ambitions du management pour les prochaines années.

Il est corroboré par les objectifs de la plupart des analystes précédant l'annonce de l'Offre. Un seul analyste exprime une vision divergente qui n'intègre pas selon nous toutes les caractéristiques propres au secteur et à la Société. Pour autant le prix d'Offre s'établit légèrement au-dessus de la moyenne et de la médiane des objectifs de cours avant l'annonce de l'Offre.

Sur le critère de l'ANC, qui n'est pas un critère de valorisation usuel, le prix d'Offre présente également une décote limitée de l'ordre de 1% par rapport au dernier ANC dilué par action et de 5% par rapport à l'ANC dilué par action estimé au 30 juin 2023, dans un contexte où les banques françaises et européennes régulées présentent des cours de bourse avec des décotes sur leur ANC sensiblement plus élevées.

Enfin, il convient de noter que ces différents constats ne tiennent pas compte du statut de société en commandite de ROTHSCHILD & Co qui pourrait également justifier une décote sur les actions des commanditaires, seules visées par l'Offre, ce dont nous n'avons pas tenu compte.

En ce qui concerne les accords connexes :

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir l'Accord d'Investissement, le Pacte d'Actionnaires, les Engagements d'Apport, le Mécanisme de liquidité des actions Dutreil, ainsi que les transferts d'actions à Rothschild & Co Partners, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre, soit 46,60€ par action Distribution Exceptionnelle de 8,00€ attachée ou 38,60€ Distribution Exceptionnelle détachée, est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de ROTHSCHILD & CO.

Cette conclusion vaut également pour l'indemnité du même montant qui serait appliquée dans le cas où le Retrait Obligatoire interviendrait en suite de l'Offre.

FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN

Olivier PERONNET

10. Annexes

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 900 K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance détaillée de l'Offre envisagée, des modalités et des contextes spécifiques dans lesquels elle se situe au travers d'échange avec le management de la Société et les conseils financier et juridique de la Société ;
- 2 - Appréciation de l'impact de la Distribution Exceptionnelle prévu dans le cadre de l'Offre et remise d'un rapport sur son caractère soutenable ;
- 3 - Elaboration et mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de ROTHSCHILD & CO incluant les étapes suivantes :
 - Collecte d'informations et de données via de la prise de connaissance des notes d'analystes et des notes d'analyse sectorielle notamment.
 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.
 - Choix motivé des critères d'évaluation retenus (à titre principale, secondaire ou indicatif) et exclus.
 - Analyse du cours de bourse de ROTHSCHILD & CO :
 - Etude de l'évolution du cours sur une période donnée ;
 - Etude du niveau du flottant et de la liquidité du titre.
 - Revue du plan d'affaires avec le management et identification des hypothèses clés permettant la réalisation de la modélisation des flux futurs de dividendes actualisés au taux d'actualisation le plus pertinent ;

-
- Analyse de sensibilité des paramètres clés identifiés et des principaux paramètres de marché (taux d'actualisation, Rendement du capital alloué (RocapAI), taux de croissance à l'infini...);
- Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode par la somme des parties Gordon Growth ;
 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers (méthode à titre indicative), par la somme des parties ;
 - Etude des transactions intervenues sur le capital de ROTHSCHILD & CO ;
 - Analyse des opportunités et risques relatif à ROTHSCHILD & CO susceptibles d'affecter sa valorisation présentée sous la forme d'une matrice SWOT.
- 4** – Analyse de la documentation juridique relative aux accords connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général précité ;
- 5** – Analyse des objectifs de cours des analystes ;
- 6** – Rencontre avec les représentants des Etablissements Présentateurs ;
- 7** - Communication au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité Ad Hoc ;
- 8** – Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'Initiateur ;
- 9** – Prise en compte des remarques formulées par les actionnaires minoritaires ;
- 10** – Revue indépendante.
- 11** – Rédaction du rapport à destination du *Comité ad hoc* et du conseil de Surveillance dont les conclusions sont présentées sous la forme d'une attestation d'équité, portant sur le caractère équitable des conditions financières de l'OPAS, et du RO, si les conditions afférentes pour leur mise en œuvre sont remplies.

Dans le cadre de la mission, ROTHSCHILD & CO a fourni à FINEXSI tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas l'objet de vérification particulière.

Il n'entrait pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui auraient pu lui être communiqués.

Calendrier de l'étude

16 janvier 2023	Désignation de FINEXSI par le Conseil de Surveillance de la Société
20 janvier 2023	1 ^{er} Echange avec le comité Ad hoc
25 janvier 2023	Echanges sur le plan d'affaires avec M. CRUMP (Directeur Financier de ROTHSCHILD & CO)
27 janvier 2023	2e point d'étape avec le comité Ad hoc
30 janvier 2023	Réunion avec le Management
31 janvier 2023	Réunion sur le plan d'affaires avec M. O'LEARY, Christian BOUET et Aldo DI RIENZO (respectivement Directeurs Financiers de la division <i>Global Advisory, Wealth and Asset Management et Merchant Banking</i>)
2 février 2023	3 ^e point d'étape avec le comité Ad hoc
7 février 2023	Echanges complémentaires sur le plan d'affaires avec M. CRUMP (Directeur Financier de ROTHSCHILD & CO)
9 février 2023	4e point d'étape avec le comité Ad hoc
13 février 2023	Conseil de Surveillance de la Société
3 mars 2023	5e point d'étape avec le comité Ad hoc
7 mars 2023	Conseil de Surveillance de la Société et remise de notre rapport sur la Distribution Exceptionnelle
8 mars 2023	Rencontre du conseil de l'Actionnaire minoritaire A
28 mars 2023	Echange avec les représentants des Etablissements Présentateurs
31 mars 2023	6e point d'étape avec le comité Ad hoc
17 avril 2023	Echange avec l'expert conseil de l'actionnaire minoritaire A sur son rapport
21 avril 2023	7e point d'étape avec le comité Ad hoc
11 mai 2023	Echange avec les représentants des Etablissements Présentateurs
23 mai 2023	Echanges sur le current trading avec M. CRUMP (Directeur Financier de ROTHSCHILD & CO)

31 mai 2023	Réunion de présentation des travaux de valorisation des Etablissements Présentateurs
2 juin 2023	8e point d'étape avec le comité Ad hoc
12 juin 2023	Echanges sur les prévisions de l'exercice 2023 avec M. CRUMP (Directeur Financier de ROTHSCHILD & CO)
15 juin 2023	9e point d'étape avec le comité Ad hoc
23 juin 2023	10e point d'étape avec le comité Ad hoc
Semaine du 23 juin 2023 – 30 juin 2023	Finalisation du contrôle qualité interne de notre attestation d'équité
30 juin 2023	11e point d'étape avec le comité Ad hoc et présentation de nos conclusions
2 juillet 2023	12 ^e point d'étape avec le comité Ad hoc
3 juillet 2023	Obtention des lettres d'affirmation
3 juillet 2023	13 ^e point d'étape avec le comité Ad hoc
4 juillet 2023	Remise de l'attestation d'équité
4 juillet 2023	Conseil de Surveillance de la Société

Liste des personnes rencontrées ou contactées

ROTHSCHILD & CO

- Monsieur Marc-Olivier LAURENT, Président du Conseil de Surveillance et *Managing Partner* du fonds Five Arrows Long Term
- Madame Elsa FRAYSSE, Secrétaire Générale, Directrice juridique et conformité du Groupe
- Monsieur Mark CRUMP, Directeur Financier et Directeur des Opérations du Groupe
- Monsieur Paul O'LEARY, Directeur Financier *Global Advisory* et Royaume-Uni
- Monsieur Aldo DI RIENZO, Directeur Financier *Merchant Banking*
- Monsieur Christian BOUET, Directeur Financier *Wealth & Asset Management*
- Monsieur Alexis BONZOM, *Group Head of Regulatory Affairs*
- Monsieur Alexandre MICHEL, *Deputy Head of Legal Department*

ROTHSCHILD & CO GLOBAL ADVISORY (CONSEIL DE ROTHSCCHILD & CO)

- Monsieur Cyril de MONT-MARIN, Associé-Gérant, *Partner*
- Madame Anne-Catherine PHILIPPEAU Associée-Gérant, *Managing Director* ;
- Monsieur Thomas GERMAIN, *Assistant Director*
- Monsieur Hugo de LA JONQUIERE, *Associate*
- Monsieur Adrien TIBI, *Analyst*

Comité ad hoc

- Madame Véronique WEILL, Membre indépendant, Membre du Comité des Rémunérations et des Nominations
- Madame Carole PIWNICA, Membre indépendant, Membre du Comité des Rémunérations et des Nominations, Membre du Comité Développement Durable
- Monsieur Sir Peter ESTLIN, Membre indépendant, Président du Comité d'Audit, Membre du Comité des Risques, Membre du Comité des Rémunérations et des Nominations
- Monsieur Gilles DENOYEL, Membre indépendant, Membre du Comité des Risques, Membre du Comité d'Audit

DARROIS, VILLEY, MAILLOT, BROCHIER (Conseil du Comité ad hoc)

- Maître Pierre CASANOVA, Avocat Associé ;
- Maître Orphée GROSJEAN, Avocat Associé ;
- Maître Sophie ROBERT, Avocate, Collaboratrice.

BREDIN PRAT (Conseil de l'Initiateur et de ROTHSCCHILD & CO)

- Maître Benjamin KANOVITCH, Avocat Associé ;
- Maître Sophie CORNETTE DE SAINT CYR, Avocate Associée ;
- Maître Karine ANGEL, Avocate, Counsel ;
- Maître Jean Damien BOULANGER, Avocat, Counsel.

NATIXIS (Banque présentatrice et garante de l'Offre)

- Monsieur Guillaume de SAINT-SEINE, Responsable Mondial Coverage Institutions Financières
- Monsieur Jérôme PAPIERNY, *Executive Director – Strategic Equity Capital Markets*
- Monsieur Loic CHENEVIER, *Managing Director* (Marché de capitaux)
- Madame Françoise NEGRONI, *Managing Director* (Marché des capitaux)
- Monsieur Laurent DANINO, *Managing Director* (Marché des capitaux)
- Monsieur Christophe RICETTI, *Managing Director* (Marché de capitaux)
- Monsieur Alan L'HEVEDER, *Director* (Capital Structure & Rating Advisory)

CADIF (Banque présentatrice)

- Monsieur Guillaume DE CREMIERS ;
- Monsieur Raphael AUBERT.

Sources d'information utilisées

Les sources d'informations employées dans le cadre de notre intervention sont de plusieurs natures et se présentent comme suit :

Principales Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

- Documentation financières et juridique afférant à l'Opération ;
- Plan d'affaires 2023e-2025e « Base Case » et « Adjusted Case » réalisés par le Management ; et présentés au conseil de Surveillance,
- Actualisation des projections au titre de l'exercice 2023 du plan d'affaires « Base Case » ;
- Note d'analystes suivant le titre ROTHSCHILD & CO ;
- Rapport d'évaluation des Etablissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information.

Informations de marché et base de données

- Communication financière de ROTHSCHILD & Co (Rapports annuels, semestriels) sur la période 2017 à 2022 (jusqu'au rapport du premier trimestre 2022) ;
- Communication de ROTHSCHILD & Co relative à l'Opération (communiqués de presse, présentations des résultats semestriels et annuels) ;
- Comparables boursiers et transactionnels, consensus de marché, cours de bourse : CAPITAL IQ, EPSILON et MERGERMARKET, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données sectorielles et macroéconomiques : études XERFI.
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc) : CAPITAL IQ, ASSOCIÉS EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE, DAMODARAN, KROLL (anciennement DUFF & PHELPS).
-

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont notamment été assistés de Messieurs Thomas LIBS (Senior Manager), Arthur LANDES (Superviseur), Saliou SYLLA (Analyste) et Grégoire MICHAUX (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.

11. Lettre de Mission

DocuSign Envelope ID: 589E583C-F991-48AD-9664-B93CD66BACEA



FINEXSI
A l'attention de Messieurs Olivier
PERONNET et Lucas ROBIN
14, rue de Bassano
75116 PARIS

30 juin 2023

Chers Messieurs,

Cette lettre reprend les principaux termes de votre lettre de mission en date du 26 janvier 2023 et de son avenant en date du 30 juin 2023.

En application des dispositions prévues à l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020, le Conseil de Surveillance de ROTHSCHILD & CO SCA (ci-après « ROTHSCHILD & CO », « la Société ») du 16 janvier 2023 a désigné, sur avis du Comité ad hoc, le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») en qualité d'Expert indépendant, chargé de se prononcer sur le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire sur les titres de la Société envisagée par ROTHSCHILD & CO CONCORDIA SAS (ci-après « CONCORDIA » ou « l'Initiateur »), agissant de concert avec certains investisseurs et sur la distribution exceptionnelle de réserves de 8,00 euros par action (la « Distribution Exceptionnelle »). Le 6 février 2023, CONCORDIA, holding de la famille ROTHSCHILD et premier actionnaire de ROTHSCHILD & CO, a annoncé au marché son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions ROTHSCHILD & CO au prix de 48,0€ par action, avant détachement du dividende ordinaire de 1,40 euros par action et de la Distribution Exceptionnelle, et de demander, le cas échéant, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Opération » ou « l'Offre »). Cette intention a été confirmée le 13 février 2023 par CONCORDIA, et annoncée par la Société lors de la publication de ses résultats annuels 2022.

L'Offre est motivée par la création d'un groupe entièrement privé et s'inscrit dans la stratégie de CONCORDIA de détenir seule la majorité du capital et des droits de vote de ROTHSCHILD & CO. La famille ROTHSCHILD et la famille MAUREL seront rejointes au capital par un nombre limité d'investisseurs familiaux.

Dans ce contexte, la mission du comité *ad hoc* vise à suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de

 **Rothschild & Co**

Rothschild & Co
 23 bis avenue de Messine
 75008 Paris

Téléphone : +33 1 40 74 40 74
 Télécopieur : +33 1 45 63 85 28
 rothschildenco.com

Société en commandite par
 actions
 au capital de 154 050 554 €
 302 619 228 RCS Paris
 TVA FR 86 302 619 228

Confidential

DocuSign Envelope ID: F4FCDF3-E613-410F-9120-F4CB30CAAC34



Au Conseil de Surveillance

ROTHSCHILD & CO

23 bis avenue de Messine

75008 Paris

Réf. : OPE/LRB/23.06.338

Paris, le 30 juin 2023

À l'attention de Madame Elsa FRAYSSE, Secrétaire Générale, Directrice juridique et conformité

Madame,

En application des dispositions prévues à l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), le Conseil de Surveillance de ROTHSCCHILD & CO SCA (ci-après « **R&CO** » ou « **la Société** ») a désigné le 16 janvier 2023 le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée obligatoire (ci-après « **l'Offre** » ou « **l'Opération** » ou « **l'OPAS** »), suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire (ci-après « **RO** »), initiée par ROTHSCCHILD & CO CONCORDIA (ci-après « **CONCORDIA** »), agissant de concert avec certains actionnaires existants ainsi que des nouveaux investisseurs (ci-après « **l'Initiateur** » ou « **le Nouveau Concert** ») visant les actions de la Société.

L'Opération comporte également une distribution exceptionnelle de dividendes (ci-après « **Distribution Exceptionnelle** ») annoncée concomitamment à l'OPAS.

Dès lors, le Conseil de Surveillance de la Société a décidé que, dans le cadre de sa mission d'expert indépendant, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER devrait également se prononcer sur la Distribution Exceptionnelle de dividendes au travers d'un rapport analysant les conditions financières de la distribution exceptionnelle et ses impacts sur l'intérêt social et la pérennité financière de la Société compte tenu de ses objectifs de développement et de ses contraintes. Ce rapport a été établi en date du 7 mars 2023 et présenté à votre Conseil.

Les termes et conditions de notre mission ont été formalisés dès notre désignation dans une lettre de mission en date du 26 janvier 2023 établie en l'état des informations connues à l'époque et sur laquelle vous avez donné votre accord le 31 janvier 2023.

Depuis cette date, vous nous avez informés que l'Offre serait notamment ouverte aux Etats-Unis et nous avons été sollicités à plusieurs reprises par un actionnaire minoritaire, notamment, ce qui a une incidence sur notre lettre de mission que nous souhaitons compléter des éléments suivants.

14, rue de Bessano - 75116 Paris	Société de commissariat aux comptes
Tél : 01 43 18 42 42	Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Fax : 01 44 40 04 16	Membre de l' Ordre des Experts Comptables A.T.H.
Email : finexsi@finexsi.com	S.A., au capital de 336 813 € - RCS Paris B 415 195 189

DocuSign Envelope ID: F4FCDF3-E613-410F-9120-F4CB30CAAC34



1. Ouverture de l'Offre aux Etats-Unis

L'attestation d'équité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER pourra être reproduite librement par ROTHSCHILD & CO dans tout document d'information du public dans le cadre de l'Offre. Conformément au Règlement Général de l'AMF. Elle sera en particulier rendue publique dans la note en réponse qui sera publiée par ROTHSCHILD & CO sur son site internet et sur le site internet de l'AMF et sera adressée à toute personne qui en fera la demande. Il convient de préciser que notre attestation d'équité ne dispense pas de la lecture de l'ensemble de la documentation publique d'ores et déjà disponible, ou qui sera mise à disposition, relative à cette Opération.

Notre attestation d'équité est requise au titre des dispositions de l'article 261-1 I (1), (2), (4) et de l'article 261-1 II. Elle répond aux exigences fixées par le Règlement Général et la doctrine de l'AMF relative à la mission d'expertise indépendante, à l'exclusion de toute autre réglementation. Il ne nous appartient donc pas de satisfaire à d'autres exigences, ni de rechercher ou identifier les éventuels compléments qu'il aurait fallu y intégrer pour répondre à des réglementations étrangères, quand bien même notre attestation d'équité serait portée à la connaissance d'investisseurs ou actionnaires étrangers concernés par l'Opération ou l'Offre ouverte à l'étranger.

Dès lors, ladite attestation d'équité, préparée dans le seul cadre de la réglementation française, ne donne aucun droit au regard de toute autre loi ou réglementation, même si l'Offre est ouverte aux actionnaires résidents dans d'autres pays et notamment aux Etats-Unis. Par conséquent, nous n'assumons de responsabilité que devant la juridiction française.

2. Mise à jour du budget de notre intervention

À la date de la lettre de mission signée par vos soins le 31 janvier 2023, nous avons estimé que la mise en œuvre de nos diligences dans le cadre de notre intervention, conduirait à un montant d'honoraires compris entre 550 k€ et 650 k€ hors taxes, frais et débours.

La mission a entraîné une intensité d'engagement supérieure à ce que nous avons anticipé, notamment à raison des remarques de certains actionnaires minoritaires et de la note d'analyste publiée par KEPLER CHEVREUX.



Strictement confidentiel – reproduction interdite
Confidential

2

DocuSign Envelope ID: F4FCDF3-E613-410F-9120-F4CB30CAAC34



De même, nous n'avions pas anticipé une telle fréquence et une telle intensité des comités ad hoc, qui devraient s'établir in fine au nombre de 12 entre la première réunion du 20 janvier 2023 et la dernière prévue le 3 juillet 2023.

Enfin, le nombre et la complexité des accords connexes ont également nécessité la mise en œuvre de diligences plus importantes que celles que nous avions anticipées.

Ainsi, compte tenu notamment des éléments exposés ci-avant, et en l'état des temps passés à ce jour qui dépassent la fourchette haute de notre première estimation, nous estimons, à date, une fourchette d'honoraires comprise entre 840.000€ et 900.000€ hors taxes, frais et débours, jusqu'à l'émission de notre rapport qui sera repris dans la note en réponse. Les frais et débours incluront les coûts que nous engagerons au titre d'une couverture d'assurance particulière.

Ces honoraires correspondent au calendrier envisagé à date et susmentionné. Si ce calendrier venait à évoluer, que d'autres actionnaires minoritaires venaient à nous contacter, que l'actionnaire nous ayant déjà contactés venait à communiquer des remarques complémentaires, et que nos équipes venaient à se mobiliser pour mettre en œuvre de nouvelles diligences, nous serions amenés à réviser, le cas échéant, nos honoraires.

Les autres termes et conditions de notre lettre de mission du 28 janvier 2023 demeurent inchangés.

Pour la bonne forme, nous vous saurions gré de nous adresser formellement votre accord sur cet avenant par renvoi d'un double du présent courrier dûment accepté.

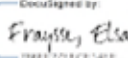
Nous restons à votre disposition pour toute information complémentaire et nous vous prions de croire, Madame, à nos meilleures salutations.

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Président - Associé

Accepté, bon pour accord sur les termes et conditions de votre mission.

DocuSigned by:

198972719 C01140E
Secrétaire Générale
Directrice juridique et conformité

Date : 30-06-23



Strictement confidentiel – reproduction interdite
Confidential

3



Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront publiées sur le site Internet de la Société (www.rothschildandco.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Rothschild & Co, 23 bis avenue de Messine, 75008 Paris, France. Sur le site Internet de la Société, elles seront publiées en français et en anglais, et seront ainsi accessibles aux Actionnaires Américains.

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans le présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Rothschild & Co

Monsieur Alexandre de Rothschild, agissant en qualité de président exécutif du Gérant.