

## NOTE D'INFORMATION

PRESENTE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR

### FINANCIERE FIGARO Sàrl

PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE INITIATIVE & FINANCE INVESTISSEMENT

#### Avis important

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'avis de Ledouble SA, représenté par M. Olivier Cretté, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

En application de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-16 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans le cas où les actionnaires minoritaires de la société Initiative & Finance Investissement ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, plus de 5% du capital ou des droits de vote de la société Initiative & Finance Investissement, la société Financière Figaro Sàrl a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de catégorie A de la société Initiative & Finance Investissement non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnité de 31,40 euros par action, égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son Règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° 10-439 en date du 14 décembre 2010 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Initiative & Finance Investissement et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'Autorité des marchés financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la société Initiative & Finance Investissement ([www.initiative-finance.com](http://www.initiative-finance.com)). Elle peut être obtenue sans frais et sur simple demande auprès de :

#### Initiative & Finance Investissement

96 avenue d'Iéna

75016 Paris

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières, de la société Initiative & Finance Investissement seront déposées auprès de l'Autorité des marchés financiers et mises à disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

## TABLE DES MATIERES

<b>1. PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE .....</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Contexte de l'Offre .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2. Rappel des principaux termes de l'Offre.....</b>	<b>5</b>
<b>2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....</b>	<b>7</b>
<b>3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'IFI.....</b>	<b>64</b>
<b>4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....</b>	<b>66</b>
<b>5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....</b>	<b>66</b>
<b>5.1. Accord avec l'Equipe de Gestion .....</b>	<b>66</b>
<b>5.2. Mandat de Gestion .....</b>	<b>67</b>
<b>5.3. Engagement d'apport à l'Offre de RSI Caisse Nationale.....</b>	<b>67</b>
<b>6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE .....</b>	<b>67</b>
<b>6.1. Structure du capital social d'IFI.....</b>	<b>67</b>
<b>6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Clauses de conventions communiquées à la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce .....</b>	<b>68</b>
<b>6.3. Participations directes et indirectes dans le capital d'IFI dont celle-ci a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce .....</b>	<b>69</b>
<b>6.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....</b>	<b>69</b>
<b>6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnaire du personnel.....</b>	<b>69</b>
<b>6.6. Accords entre actionnaires dont IFI a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....</b>	<b>69</b>
<b>6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts d'IFI.....</b>	<b>69</b>
<b>6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions .....</b>	<b>70</b>

- 6.9. Accords conclus par IFI qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle d'IFI, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, portait gravement atteinte à ses intérêts ..... 71**
- 6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique..... 72**
- 7. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE OU QUE LA SOCIETE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE . 72**
- 8. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.... 72**

## 1. PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF"), la société Financière Figaro Sàrl, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de 32 000 euros, dont le siège social est sis 21, boulevard Grande-Duchesse Charlotte, L-1331 Luxembourg, Grand Duché de Luxembourg, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 136 234 ("**Financière Figaro**" ou l'"**Initiateur**"), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux titulaires d'actions de catégorie A de la société Initiative & Finance Investissement, société anonyme à conseil d'administration au capital de 48 418 951 euros, dont le siège social est sis 96 avenue d'Iéna, 75016 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 330 219 882 (la "**Société**" ou l'"**IFI**"), dont les actions ordinaires, dites de catégorie A ("**Actions A**"), sont négociées sur le marché Euronext Paris, compartiment B sous le code ISIN FR0000050072, et dont les actions de préférence, dites de catégorie B ("**Actions B**"), ne sont pas négociées sur le marché Euronext Paris, d'acquérir la totalité de leurs actions dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**").

L'Offre vise la totalité des Actions A de la Société non détenues, directement et indirectement, par l'Initiateur, à l'exception des actions autodétenues (hors actions autodétenues dans le cadre d'un contrat de liquidité) que IFI a pris l'engagement de ne pas apporter à l'Offre (voir section 6.1(ii) ci-après). Aux termes de l'Offre, l'Initiateur propose, en conséquence, d'acquérir 186 885 Actions A, représentant 5,88% du capital et 7,63% des droits de vote de la Société, au prix unitaire de 31,40 euros par action.

Il est précisé que le périmètre de l'Offre a été modifié par rapport au projet d'Offre déposé le 4 novembre 2010 de manière à tenir compte de l'acquisition par l'Initiateur de la totalité des Actions B visées par le projet d'Offre, intervenue le 6 décembre 2010 dans les conditions décrites en section 5.4 ci-après, ayant eu pour effet de rendre sans objet l'Offre initiale sur les Actions B.

L'Initiateur est une société de droit luxembourgeois dont l'intégralité du capital est détenue par AXA Secondary Fund IV LP ("**ASF IV**"), un *limited partnership* de Jersey, dédié aux transactions secondaires (rachat d'intérêts dans des fonds de capital-investissement), dont le *general partner* est AXA Private Equity Secondaries Ltd, une *limited company* constituée à Jersey et enregistrée auprès de la JFSC (Jersey Financial Services Commission). AXA Private Equity Secondaries Ltd est détenue à 100% par AXA Investment Managers Private Equity S.A., filiale d'AXA Investment Managers S.A., société membre du groupe AXA.

Rothschild & Cie Banque ("**Rothschild**") agit en qualité d'établissement présentateur de l'Offre et garantit, en conséquence, 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'Initiateur détenant plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société (voir section 6.1 ci-après), l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

### 1.1. Contexte de l'Offre

L'Offre intervient à la suite de l'acquisition par l'Initiateur, conformément aux termes d'un contrat d'achat en date du 29 juin 2010, modifié par un avenant en date du 12 octobre 2010, conclu entre l'Initiateur, anciennement dénommé Financière E2 Sàrl, ASF IV, Natixis et Natixis Private Equity (le "**Contrat d'Acquisition**"), de 2 966 938 Actions A représentant 93,41% du capital et 91,63% des droits de vote de la Société auprès de Natixis Private Equity et de 1 022 Actions B représentant 0,03% du capital et des droits de vote de la Société auprès de Natixis Private Equity et de la société Financière 5/7, filiale de Natixis Private Equity (l'"**Acquisition**").

L'Acquisition s'est inscrite dans le cadre de la cession par le groupe Natixis de la majeure partie de ses activités de *private equity* pour compte propre en France au bénéfice de l'Initiateur ("**Opération Globale**"), comprenant les parts et actions détenues par le groupe Natixis (le "**Portefeuille Cédé**") dans les fonds communs de placement à risques ("**FCPR**") et sociétés de capital risque ("**SCR**") gérés par iXEN Partners, Natixis Investissement Partners et Initiative & Finance Gestion (ces FCPR et SCR étant dénommés ci-après les "**Entités d'Investissement**"). L'Opération Globale a été réalisée sur la base d'une valorisation globale du Portefeuille Cédé de 534 millions euros, dont 79,7 millions d'euros pour la participation détenue dans IFI.

Le cours de l'action IFI a été suspendu à la demande d'IFI dès l'annonce de l'entrée en négociation exclusive du groupe Natixis avec ASF IV, le 19 février 2010. A la suite de la réalisation de l'Acquisition, la suspension du cours d'IFI a été maintenue.

La réalisation définitive des opérations prévues au Contrat d'Acquisition était subordonnée à un certain nombre de conditions suspensives, notamment l'obtention par les sociétés de gestion des Entités d'Investissement des agréments AMF nécessaires relativement (i) à la cession par Natixis Private Equity du contrôle de ces sociétés à leurs équipes de gestion respectives dans le cadre de l'Opération Globale et (ii) à la conduite de nouvelles activités de gestion prévues par les accords conclus entre l'Initiateur et les Equipes de Gestion dans le cadre de l'Opération Globale.

L'ensemble des conditions suspensives ayant été levées, l'Acquisition a été réalisée hors marché le 12 octobre 2010 (la "**Date de Réalisation**"), conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, moyennant un prix de 26,82 euros par Action A d'IFI et un prix de 89,21 euros par Action B d'IFI.

Le Contrat d'Acquisition prévoit que, outre le prix de base réparti entre les parts et actions composant le Portefeuille Cédé (le "**Prix de Base**"), l'Initiateur sera susceptible de payer un complément de prix à Natixis Private Equity en fonction de la performance globale du Portefeuille Cédé (le "**Complément de Prix**").

Le Complément de Prix sera dû si la part revenant à l'Initiateur au titre du Portefeuille Cédé dans les distributions reçues par les Entités d'Investissement à compter de la Date de Réalisation, après déduction des frais supportés par l'Initiateur et les Entités d'Investissement, notamment les frais de gestion et le *carried interest* payé aux équipes de gestion des Entités d'Investissement (les "**Produits Nets**"), est supérieur à 1,5 fois le Prix de Base. Le Complément de Prix sera égal à :

- 50% de la fraction des Produits Nets comprise entre 1,5 fois et 1,6 fois le Prix de Base ;
- 60% de la fraction des Produits Nets comprise entre 1,6 fois et 1,7 fois le Prix de Base ;
- 70% de la fraction des Produits Nets comprise entre 1,7 fois et 1,8 fois le Prix de Base ; et
- 80% de la fraction des Produits Nets au-delà de 1,8 fois le Prix de Base.

Il est cependant précisé, concernant IFI, que les distributions auxquelles l'Initiateur a droit au titre des Actions A acquises dans le cadre de l'Acquisition seront peu significatives (égales à 1% des distributions effectuées par IFI) à compter de l'Événement Déclencheur (tel que ce terme est défini dans la description de l'Accord avec l'Equipe de Gestion en section 5 ci-après) et qu'en conséquence le Complément de Prix affecté aux actions IFI comprises dans le Portefeuille Cédé est plafonné à 5% du Prix de Base de ces actions aux termes du Contrat d'Acquisition.

## 1.2. Rappel des principaux termes de l'Offre

### *Offre d'achat*

Conformément à l'article 213-13 du Règlement général de l'AMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 4 novembre 2010 par Rothschild agissant en qualité d'établissement présentateur.

Suite à l'acquisition de 220 Actions B réalisée hors marché postérieurement au dépôt du projet d'Offre (voir section 5.4 ci-dessous), l'Initiateur détient désormais, de concert avec Financière Marignan, l'intégralité des Actions B de la Société. En conséquence, le projet d'Offre sur les Actions B étant devenu sans objet, seules les Actions A sont visées par l'Offre définitive.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires d'IFI, les actions IFI visées par l'Offre qui lui seront présentées dans le cadre de celle-ci, au prix de 31,40 euros par Action A, pendant une durée de 10 jours de négociation.

L'Offre porte sur l'ensemble des actions IFI en circulation non détenues par l'Initiateur, à l'exception de celles détenues par Financière Marignan et des actions autodétenues par IFI (hors actions autodétenues dans le cadre du contrat de liquidité), soit un maximum de 186 885 Actions A à la date du dépôt de l'Offre.

#### *Retrait obligatoire*

Conformément aux articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires d'IFI ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur à l'intention, dans un délai de 3 mois à l'issue de la clôture de l'Offre, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions IFI que l'Initiateur ne détiendrait pas alors, moyennant une indemnisation au prix de l'Offre.

En tant que de besoin, il est rappelé que l'Initiateur détient d'ores et déjà 93,45% du capital et 91,66% des droits de vote de la Société et que RSI Caisse Nationale s'est engagé à apporter à l'Offre un bloc d'Actions A représentant 5,19% du capital et 5,18% des droits de vote (en prenant en compte la perte des droits de vote doubles attachés à ce bloc résultant de sa cession) (voir section 5.3 ci-dessous).

A cette fin et conformément à l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF, le 12 octobre 2010, le conseil d'administration de la Société a désigné Ledouble SA, représenté par M. Olivier Cretté, en tant qu'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et les modalités financières de l'Offre, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant est reproduit à la section 2 ci-dessous de la présente note en réponse.

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% du capital et des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivi d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société qui ne seront pas encore détenues par l'Initiateur.

Par ailleurs, l'Initiateur se réserve le droit de demander à NYSE Euronext-Paris, s'il n'obtenait pas le retrait obligatoire dans les conditions visées ci-dessus, la radiation des actions IFI du marché réglementé Euronext Paris. Conformément à la réglementation applicable, NYSE Euronext-Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des actions IFI était fortement réduite de telle sorte que cette radiation soit dans l'intérêt du marché.

## **2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

Ledouble SA, représenté par M. Olivier Cretté, a été désigné en qualité d'expert indépendant le 12 octobre 2010 par le conseil d'administration d'IFI, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1°) et II et suivants du Règlement général de l'AMF ainsi que de l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF.

Le rapport de l'expert indépendant en date du 3 novembre 2010 est intégralement reproduit ci-dessous.

Ce rapport apprécie le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette appréciation tient compte des intentions exprimées par l'Initiateur de procéder à un retrait obligatoire, à l'issue de la clôture de l'Offre, si les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'IFI.

L'attention est attirée sur le fait que le rapport reproduit ci-dessous a été rédigé antérieurement à l'acquisition par l'Initiateur de la totalité des 220 Actions B visées par le projet d'Offre (voir section 5.4 ci-dessous). L'Initiateur détenant, à la date de la présente note en réponse, de concert avec Financière Marignan, l'intégralité des Actions B de la Société, l'offre sur les Actions B prévue aux termes du projet d'Offre est devenue sans objet et, en conséquence, seules les Actions A sont visées par l'Offre définitive.

### **RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE**

ETABLI PAR

**LEDOUBLE SA**

« Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par Financière Figaro Sarl (Financière Figaro, « l'Initiateur »)<sup>1</sup> sur les actions Initiative & Finance Investissement (IFI, la Société « Cible »), Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil d'administration d'IFI du 12 octobre 2010, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires entrant dans le champ de l'OPAS et de l'éventuel retrait obligatoire qui s'ensuivra (l' « Offre »), du prix d'Offre de 31,40 € par action IFI de catégorie A et 2.442 € par action IFI de catégorie B. La présente opération s'inscrit dans le prolongement de l'acquisition le 12 octobre 2010 par l'Initiateur auprès de Natixis Private Equity d'un bloc de contrôle représentant 93,4% du capital social de la Cible (l' « Acquisition »).

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1.I 1°, 4° et 5° et 261-1.II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I du Règlement Général de l'AMF.

---

<sup>1</sup> Société dont l'intégralité du capital est détenue par AXA Secondary Fund IV LP ("ASF IV"), un *limited partnership* de Jersey, dédié aux transactions secondaires (rachat d'intérêts dans des fonds de capital-investissement), dont le « *general partner* » est Axa Private Equity Secondaries Ltd, une *limited company* constituée à Jersey et enregistrée auprès de la JFSC (*Jersey Financial Services Commission*), elle-même détenue à 100% par Axa Investment Managers Private Equity Europe SA (Axa Private Equity, société du groupe Axa).

## Indépendance

Ledouble SA<sup>2</sup> est indépendant d'IFI, de Financière Figaro, des entités les contrôlant au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ainsi que de Rothschild & Cie Banque (« Rothschild »), établissement présentateur de l'Offre et conseil de l'Initiateur :

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec IFI, Financière Figaro ni leurs actionnaires respectifs et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés<sup>3</sup>,
- il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006<sup>4</sup> ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA en 2010 et au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées,
- nous considérons que la mission qui est confiée à Ledouble SA ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur<sup>5</sup>.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de Ledouble SA avec les personnes concernées par l'Offre ou l'Opération telle que décrite ci-dessous (§ 1.2 et § 1.3) et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Notre cabinet, Ledouble SA, est donc en mesure d'accomplir sa mission d'expert indépendant en toute indépendance.

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

## Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission sont indiqués en annexe 1 et le calendrier d'intervention en annexe 2.

La présente opération a donné lieu à l'émission par Rothschild d'un rapport d'évaluation dont nous avons pris connaissance.

Notre base documentaire figure en annexe 4.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères d'IFI et de ses deux catégories de titres A et B, ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères ; ces diligences ont impliqué notamment :

- des entretiens avec les parties à l'opération recensées en annexe 3, en l'occurrence des représentants de la Cible<sup>6</sup>, de la société de gestion et de l'Initiateur, ainsi que leurs conseils,

---

<sup>2</sup>Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

<sup>3</sup> Cette déclaration d'indépendance vaut également pour Natixis Private Equity. A titre d'information, il est rappelé que Dominique Ledouble était l'un des commissaires à la fusion dans le cadre de la constitution de BPCE, société mère de Natixis, respectivement en 2009 et 2010.

<sup>4</sup> Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA (dont les profils figurent en annexe 5).

<sup>5</sup> Au sens de l'article 261-4 I du Règlement Général de l'AMF.



- la compréhension de l'articulation des accords ayant régi la cession par Natixis Private Equity à l'Initiateur du pôle d'activités incluant IFI, puis la fixation des modalités de l'Offre,
- l'analyse de l'organisation juridique de l'Opération et de la structuration de l'Offre, sur la base d'entretiens avec le management d'IFI et des représentants de Rothschild et de Baker McKenzie, respectivement conseils financier et juridique de l'Initiateur, ainsi que des projets de notes d'information destinées à l'AMF élaborées par Financière Figaro puis par IFI en réponse au projet d'OPAS initiée par Financière Figaro,
- l'examen des rapports annuels et informations réglementées disponibles sur le site d'informations d'IFI<sup>7</sup>,
- le recensement des faits marquants survenus au cours des trois derniers exercices, en particulier au travers de la lecture des procès-verbaux des délibérations des assemblées générales et des rapports de gestion du conseil d'administration d'IFI,
- la revue des procédures de suivi des participations en portefeuille et d'évaluation durant leur détention,
- l'exploitation des informations qui ont par ailleurs été mises à notre disposition et que nous avons recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, décrites en annexe 7,
- l'appréciation des données prévisionnelles, consignées dans le plan de réalisation des participations d'IFI à l'horizon 2015,
- un recoupement entre les différentes méthodes employées pour évaluer les deux catégories A et B de titres IFI et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation,
- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par l'établissement présentateur.

### **Affirmations obtenues**

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Cible et des représentants de l'Initiateur, notamment sur le processus de l'Acquisition ayant abouti au projet de l'Offre, ainsi que sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions de catégories A et B visées par l'Offre,
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix qui pourrait ne pas bénéficier aux actionnaires minoritaires.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations que le management d'IFI nous a communiquées dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier le plan d'affaires.

---

<sup>6</sup> Membres du Conseil d'administration d'Initiative & Finance Investissement et directeurs associés d'Initiative & Finance Gestion (société de gestion), Directeurs d'investissement (équipes de gestion).

<sup>7</sup> <http://www.initiative-finance.com>.

Les parties concernées nous ont confirmé que les contrats en date de fin juin 2010 et de la première quinzaine du mois d'octobre 2010 décrits dans la note d'informations en réponse de l'Initiateur<sup>8</sup> et dont nous avons obtenu copie constituaient la totalité des accords existant entre elles, et qu'il n'existe aucun autre accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite.

### **Plan du rapport**

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'Opération (§ 1), dont l'Offre constitue l'aboutissement,
- l'activité et l'environnement d'IFI (§ 2),
- notre évaluation des deux catégories d'actions A et B assortie de nos observations quant à l'incidence éventuelle des accords entourant l'Acquisition sur le prix d'Offre envisagé (§ 3),
- nos observations sur les travaux de l'établissement présentateur (§ 4).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires d'IFI visés par l'Offre (§ 5).

*Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€)/devises, milliers d'euros/devises (K), millions d'euros/devises (M) ou milliards d'euros/devises (Md).*

## **1 PRESENTATION DE L'OPERATION**

### **1.1 Sociétés concernées**

#### **1.1.1 Initiateur**

Financière Figaro Sàrl est une société de droit luxembourgeois au capital de 32.000 €, sise 21, boulevard de la Grande-Duchesse Charlotte, L-1331 Luxembourg, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg (sous le numéro B 136.234) ; elle est détenue par Axa Secondary Fund IV LP (ASF IV), un « *limited partnership* » de Jersey dédié aux transactions secondaires<sup>9</sup> dont le « *general partner* » est Axa Private Equity Secondaries Ltd<sup>10</sup> et l' « *investment adviser* » Axa Investment Managers Private Equity Europe SA (Axa Private Equity). Axa Private Equity est une société du groupe Axa.

---

<sup>8</sup> Dont :

- Contrat d'acquisition entre Financière Figaro, ASF IV, Natixis et Natixis Private Equity en date du 29 juin 2010, tel que modifié par avenant en date du 12 octobre 2010 ;
- Protocole d'accord entre Financière Figaro, ASF IV et les membres de l'équipe Initiative & Finance Gestion en date du 29 juin 2010, tel que modifié par avenants en date du 12 octobre 2010 et du 3 novembre 2010 ;
- Convention de crédit entre Financière Figaro, ASF IV et Natixis en date du 29 juin 2010, tel que modifiée par avenant en date du 12 octobre 2010 ;
- Mandat de gestion entre Initiative & Finance Investissement et Initiative & Finance Gestion en présence de Financière Figaro en date du 12 octobre 2010 tel que modifié par un avenant en date du 3 novembre 2010 ;
- Engagement d'apport entre la Caisse Nationale du Régime Social des Indépendants (RSI) et Financière Figaro en date du 6 octobre 2010 ;
- Notification de prix de Natixis Private Equity à Financière Figaro en date du 7 octobre 2010.

<sup>9</sup> Rachat d'intérêts dans des fonds de capital-investissement.

<sup>10</sup> *Limited company* constituée à Jersey et enregistrée auprès de la *Jersey Financial Services Commission* (JFSC).

### 1.1.2 Cible

Initiative & Finance Investissement (IFI), dont les titres sont visés par la présente opération, est une Société Anonyme à Conseil d'administration au capital de 48.418.951 €, sise 96 avenue d'Iena, à Paris (75016) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris (sous le numéro RCS n° 330 219 882).

Un mandat de gestion lie IFI et Initiative & Finance Gestion (IFG), société par actions simplifiée au capital de 800.450 €, sise à l'adresse d'IFI 96 avenue d'Iena, à Paris (75016) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris (sous le numéro RCS n° 343 373 825).

IFI est spécialisée dans la prise de participations au sein d'entreprises répondant au profil « *small caps* ».

Les actions de catégorie A concourant à la formation du capital d'IFI, au nombre de 3.171.075, sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment B)<sup>11</sup> ; les actions de catégorie B<sup>12</sup>, au nombre de 5.000, bien qu'intégrées dans l'Offre, ne sont pas cotées. Ces titres se répartissaient comme suit antérieurement à l'acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur :

Actionnariat avant l'acquisition du bloc de contrôle				
	Nombre d'actions	% total	Nombre de droits de vote	% total
Natixis Private Equity	2 966 938	93,41%	5 882 448	95,59%
RSI Caisse nationale	164 713	5,19%	224 851	3,65%
Flottant	20 327	0,64%	20 460	0,33%
Autodétention - hors contrat de liquidité	15 552	0,49%	15 552	0,25%
Autodétention - contrat de liquidité	3 545	0,11%	3 545	0,06%
<b>Total actions A</b>	<b>3 171 075</b>	<b>99,84%</b>	<b>6 146 856</b>	<b>99,89%</b>
Natixis Private Equity	8	0,00%	16	0,00%
Financière Marignan	3 758	0,12%	5 192	0,08%
Financière 5/7	1 014	0,03%	1 389	0,02%
Ancien dirigeant	220	0,01%	440	0,01%
<b>Total actions B</b>	<b>5 000</b>	<b>0,16%</b>	<b>7 037</b>	<b>0,11%</b>
<b>Total</b>	<b>3 176 075</b>	<b>100%</b>	<b>6 153 893</b>	<b>100%</b>

## 1.2 Périmètre de l'Opération et dispositif de l'Offre

L'Offre intervient à la suite de l'Acquisition par l'Initiateur des titres de plusieurs sociétés, dont IFI, dans le cadre de la cession par le groupe Natixis de la majeure partie de ses activités de « *private equity* » pour compte propre en France au bénéfice de l'Initiateur (l'Opération)<sup>13</sup> ; cette transaction a porté sur

<sup>11</sup> L'introduction de la Société au second marché de la bourse de Paris est intervenue en 1989 peu de temps après sa création (1984) ; les actions A portent le code ISIN FR0000050072.

<sup>12</sup> Les actions B sont identifiées sous le code ISIN 8012598.

<sup>13</sup> Le périmètre de l'opération s'étend aux « entités d'investissement » autres qu'IFI :

- Natixis Investissement (SCR),
- IXEN (SCR),
- IXEN I (FCPR),
- IXEN II (FCPR).

2.966.938 actions ordinaires de catégorie A et 1.022 actions ordinaires de catégorie B dites actions de « *carried interest* » (§ 1.1.2), qui représentent respectivement :

- 93,41% du capital et 91,63% des droits de vote d'IFI (actions A),
- et 0,03% du capital et des droits de vote d'IFI (actions B).

L'acquisition des actions d'IFI s'est opérée au prix de 26,82 € pour les actions A<sup>14</sup> et de 89,21 € pour les actions B, valorisant la société à 85 M€<sup>15</sup>, et extériorisant un multiple d'actif net réévalué par rapport au 30 septembre 2010 d'environ 0,86<sup>16</sup>.

Suite à l'Opération, l'actionnariat d'IFI est le suivant :

Actionnariat après l'acquisition du bloc de contrôle				
	Nombre d'actions	% total	Nombre de droits de vote	% total
Financière Figaro	2 966 938	93,41%	2 966 938	91,63%
RSI Caisse nationale	164 713	5,19%	224 851	6,94%
Flottant	20 327	0,64%	20 460	0,63%
Autodétention - hors contrat de liquidité	17 252	0,54%	17 252	0,53%
Autodétention - contrat de liquidité	1 845	0,06%	1 845	0,06%
<b>Total actions A</b>	<b>3 171 075</b>	<b>99,84%</b>	<b>3 231 346</b>	<b>99,79%</b>
Financière Marignan	3 758	0,12%	5 192	0,16%
Financière Figaro	1 022	0,03%	1 022	0,03%
Ancien dirigeant	220	0,01%	440	0,01%
<b>Total actions B</b>	<b>5 000</b>	<b>0,16%</b>	<b>6 654</b>	<b>0,21%</b>
<b>Total</b>	<b>3 176 075</b>	<b>100%</b>	<b>3 238 000</b>	<b>100%</b>

L'Offre portera sur la fraction du capital d'IFI non détenue par Financière Figaro ou Financière Marignan, société agissant de concert avec Financière Figaro, à l'exclusion des actions auto-détenues par IFI et non incluses dans le contrat de liquidité, soit selon les informations disponibles à ce jour 186.885 actions de catégorie A<sup>17</sup> et 220 actions de catégorie B non-cotées<sup>18</sup> représentant respectivement 5,88% et 7,63% du capital et des droits de vote d'IFI (actions A), et 0,01% du capital et des droits de vote d'IFI (actions B).

### 1.3 Accords conclus dans le cadre de l'Opération

La conclusion des accords du 29 juin 2010 structurant l'ensemble de l'Opération englobant IFI a été annoncée dans un communiqué de presse du 5 juillet 2010<sup>19</sup>. Le cours de l'action IFI a été suspendu le 18 février 2010 à la demande d'IFI, dès l'annonce de l'entrée en négociation exclusive du groupe Natixis avec ASF IV ; cette suspension est maintenue depuis lors.

A l'issue de la levée des conditions suspensives<sup>20</sup>, l'Acquisition a été effectivement réalisée hors marché le 12 octobre 2010 (date de réalisation), conformément au contrat d'acquisition, à un prix<sup>21</sup> de 26,82 € par

<sup>14</sup> Hors complément de prix (§ 1.3.1).

<sup>15</sup> Actions A hors autocontrôle : (3.171.075 - 19.097 = 3.151.978) \* 26,82 € = 84,5 M€ + actions B : 5.000 \* 89,21 € = 0,4 M€.

<sup>16</sup> 85 M€ / 99,3 M€ (§ 3.3.3).

<sup>17</sup> 164 713 (RSI) + 20 327 (Flottant) + 1 845 (Contrat de liquidité).

<sup>18</sup> Le solde des actions de catégorie B est entre les mains de Financière Marignan, qui détient 3.758 actions de catégorie B, étant rappelé que l'Acquisition a porté sur 1.022 actions auparavant entre les mains de Natixis Private Equity et d'une société affiliée.

<sup>19</sup> Disponible sur le site Internet de Natixis et d'IFI.

<sup>20</sup> Notamment l'obtention par les sociétés de gestion des entités d'investissement visées par l'opération des agréments AMF nécessaires.

<sup>21</sup> Prix retenu entre les parties pour les actions de catégorie A et les actions de catégorie B à partir d'une évaluation globale.

action A et de 89,21 € par action B (§ 1.2), ce qui a fait l'objet d'un communiqué de presse du 13 octobre 2010<sup>22</sup>.

L'annexe 2.4 (a) de ces accords précise également que le montant du « *carried interest* » payable aux détenteurs d'actions B au titre de la période comprise entre le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et la date du *closing* (12 octobre 2010) s'élève à 0,451 M€<sup>23</sup>.

Les clauses suivantes, à notre avis susceptibles d'avoir une incidence sur la valorisation et l'appréciation du prix d'Offre du point de vue des minoritaires, seront à ce titre évoquées dans notre évaluation (§ 3).

### **1.3.1. Complément de prix**

Outre le prix de base réparti entre les parts et actions composant le portefeuille cédé, l'Initiateur pourrait devoir payer un complément de prix à Natixis en fonction de la performance globale du portefeuille cédé.

Le complément de prix sera dû si la part revenant à l'Initiateur au titre du portefeuille cédé dans les distributions reçues par les entités d'investissement à compter de la date de réalisation, après déduction des frais supportés par l'Initiateur et les entités d'investissements, notamment les frais de gestion et le « *carried interest* » payé aux équipes de gestion des entités d'investissement (produits nets) est supérieur à 1,5 fois le prix de base. Le complément de prix sera égal à :

- 50% de la fraction des produits nets comprise entre 1,5 et 1,6 fois le prix de base,
- 60% de la fraction des produits nets comprise entre 1,6 et 1,7 fois le prix de base,
- 70% de la fraction des produits nets comprise entre 1,7 et 1,8 fois le prix de base,
- 80% de la fraction des produits nets au-delà de 1,8 fois le prix de base.

Concernant IFI, les distributions auxquelles l'Initiateur a droit au titre des actions de catégorie A d'IFI acquises dans le cadre de l'acquisition seront peu significatives (égales à 1% des distributions effectuées par IFI). Le complément de prix affecté aux actions d'IFI comprises dans le portefeuille cédé se trouve plafonné à 5% du prix de base des actions.

### **1.3.2. Remplacement du mandat de gestion**

A la date de réalisation, le mandat de gestion existant antérieurement entre IFI et Initiative & Finance Gestion (société de gestion ou le mandataire) a été résilié et remplacé par un nouveau mandat de gestion conclu jusqu'au 31 décembre 2016<sup>24</sup>. Dans le cadre du mandat antérieurement en vigueur, la société de gestion percevait une rémunération annuelle comprise entre 3,5% et 5,0% hors taxes de la valeur brute des participations, après exclusion des participations provisionnées en totalité. Aux termes du nouveau mandat de gestion :

- le mandataire est rémunéré par une commission annuelle de 3% hors taxes du coût d'acquisition des participations détenues par la société au 31 décembre de l'année précédente, après déduction des provisions et exclusion des participations détenues dans des sociétés en cours de liquidation ou liquidées,
- la société de gestion a pour mission de mettre en œuvre une gestion liquidative d'IFI dans les meilleures conditions financières des sociétés du portefeuille ; pour les besoins de la sortie des participations, elle pourra néanmoins réaliser des investissements complémentaires dans les sociétés du portefeuille, plafonnés à un total de 10 M€<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Disponible sur le site Internet d'IFI.

<sup>23</sup> Application d'un taux de 20% au regard des accords en vigueur sur cette période.

<sup>24</sup> Sauf résiliation anticipée dans certains cas spécifiques.

<sup>25</sup> Tout investissement dans des sociétés autres que les sociétés du portefeuille est proscrié.

L'activité d'investissement de la société de gestion sera poursuivie par la mise en place d'un nouveau Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR) ouvert à des investisseurs tiers. Axa Private Equity étudiera l'opportunité d'investir dans ce nouveau fonds ; Natixis s'est engagé à y investir 10 M€.

### **1.3.3. Accord avec l'équipe de gestion**

L'Initiateur et les dirigeants de l'équipe de gestion de la société de gestion (équipe de gestion) ont conclu un accord en date du 29 juin 2010. La société de gestion et Financière Marignan, qui regroupe les membres de l'équipe de gestion ainsi que certains salariés de la société de gestion, ont ultérieurement adhéré à cet accord.

- (i) Débouclage au profit de Financière Marignan de la participation en actions de catégorie B détenue dans IFI par l'Initiateur

Financière Marignan s'est engagée à compter de la date de réalisation et jusqu'au 31 décembre 2016 à ne pas céder les actions B d'IFI qu'elle détient sans avoir obtenu l'accord de l'Initiateur. En outre, sous conditions suspensives de la radiation de cote des actions A d'IFI et de l'adoption des termes et conditions modifiés des actions B explicitée ci-dessous (ii) :

- l'Initiateur a consenti à Financière Marignan une option d'achat sur les 1.022 actions B détenues à la date de l'acquisition (§ 1.2) ainsi que sur le nombre des actions B susceptibles d'être acquises dans le cadre de l'Offre,
- Financière Marignan a consenti à l'Initiateur une option de vente sur les 1.022 actions B détenues à la date de l'acquisition.

- (ii) Accords « *post deal* » portant sur le « *carried interest* » attaché aux actions de catégorie B

En cas de retrait de cote des actions IFI, l'Initiateur et l'équipe de gestion ont convenu de modifier les termes et conditions des actions de catégorie B de manière à ce que **le « *carried interest* » attaché à ces actions soit de 15% et ne soit dû qu'après que l'Initiateur aura reçu au titre des actions de catégorie A des distributions égales au montant de son investissement dans IFI augmenté d'un revenu prioritaire de 8% (capitalisé sur une base annuelle) calculé sur le montant de son investissement.** En outre le « *carried interest* » passera à 99% dès lors que les produits perçus par l'Initiateur au titre des actions A deviendront supérieurs au montant le plus élevé entre (i) celui égal à 1,6 fois le prix d'acquisition de ces actions par l'Initiateur et (ii) celui permettant à l'Initiateur de percevoir un revenu prioritaire de 13% (capitalisé sur une base annuelle) sur son investissement dans IFI (événement déclencheur).

Dans l'hypothèse où les actions A d'IFI demeureraient cotées à l'issue d'un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, l'Initiateur et Financière Marignan se sont engagés à apporter l'intégralité des actions A et B d'IFI qu'elles détiennent à un FCPR contractuel constitué pour les besoins de l'opération, dont les parts seront intégralement détenues, à l'exception des parts de « *carried interest* », par l'Initiateur et qui sera géré par la société de gestion. Il sera procédé à l'émission au bénéfice de Financière Marignan de parts de « *carried interest* » lui permettant d'obtenir des droits économiques substantiellement identiques aux droits conférés aux termes du projet de modification des termes et conditions des actions de catégorie B visé ci-dessus.

### **1.3.4. Financement bancaire**

L'acquisition du portefeuille cédé est financée aux deux tiers par un prêt consenti par Natixis à l'Initiateur sur une période de 5 ans.

### **1.3.5. Engagement d'apport à l'Offre du RSI**

L'engagement d'apport à l'Offre de la Caisse Nationale du Régime Social des Indépendants (RSI) porte sur 164.713 actions A<sup>26</sup> (§ 1.2) moyennant un prix plancher<sup>27</sup> de 31,4 € par titre, ce qui permettra à l'Initiateur de détenir plus de 95% des actions et droits de vote d'IFI à l'issue de l'offre publique et ainsi de mettre en œuvre un retrait obligatoire.

### **1.3.6. Restitution de créances et libération de séquestre**

Le contrat d'acquisition prévoit que l'Initiateur devra payer à Natixis Private Equity certains montants correspondant à des créances des sociétés d'investissement ou à des sommes mises en séquestre par ces dernières, dans le cas où ces créances viendraient à être payées ou ces sommes en séquestre viendraient à être libérées après la date de réalisation, dont en ce qui concerne IFI une somme de 1.176.616 € correspondant à un séquestre constitué dans le cadre d'une garantie accordée à l'occasion d'une cession de participation.

### **1.3.7. Retrait obligatoire**

Dans l'hypothèse où les actions non présentées à l'offre publique par les actionnaires minoritaires d'IFI ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la société, l'Initiateur a fait part de son intention, dans un délai de 3 mois suivant la clôture de l'offre publique, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions IFI qu'il ne détiendrait pas, moyennant une indemnisation au prix de l'Offre tant pour les actions A que pour les actions B ; il est rappelé à cet égard qu'à l'issue de l'acquisition finalisée le 12 octobre 2010, l'Initiateur détient 93,41% du capital et 91,63% des droits de vote d'IFI et que le RSI s'est engagé à apporter à l'offre publique un bloc d'actions A représentant 5,19% du capital et 6,94% des droits de vote (§ 1.2 et § 1.3.5).

### **1.3.8. Observations sur les accords conclus entre les parties prenantes à la transaction entre Financière Figaro et Natixis Private Equity et à l'Offre**

Il nous a été précisé qu'une négociation est actuellement en cours sur une formule de complément de prix en contrepartie de l'abandon de la garantie ayant fait l'objet du séquestre de 1.176.616 € constitué par IFI (§ 1.3.6).

Les autres dispositions relevées au titre des accords conclus dans le cadre de l'Opération n'appellent pas d'observation de notre part ; nous avons vérifié et il nous a été confirmé qu'elles n'emportent aucun complément de prix par rapport aux conditions offertes par l'Offre. Ce constat vaut notamment pour l'option d'achat et de vente consentie respectivement par l'Initiateur au profit de Financière Marignan et par Financière Marignan au profit de l'Initiateur, en ligne avec les conditions d'acquisition (§ 1.3.3.i) et les accords dits « post deal » modifiant les termes et conditions des actions B (§ 1.3.3.ii) qui même modélisés ne dégagent pas de décote par rapport au prix d'Offre sur ces mêmes actions<sup>28</sup> (§ 3.9).

---

<sup>26</sup> 5,19% du capital et 6,94% des droits de vote d'IFI (§ 1.3.7).

<sup>27</sup> Aux termes de l'article II de l'engagement d'apport du RSI, le prix par action de l'Offre sera au minimum de 31,4 €, coupon de dividende attaché, et ce après versement de la distribution de report à nouveau décidée par l'assemblée générale d'IFI le 20 septembre 2010 (§ 2.4.2) ; il sera ajusté en fonction des éventuelles opérations portant sur le capital d'IFI (telles que regroupement ou division d'actions, augmentation ou réduction de capital, fusion, scission) et des distributions, quelle qu'en soit la nature, qui pourraient être décidées entre la date de l'engagement du RSI et celle de règlement-livraison de l'Offre, de manière à préserver sa valeur économique.

<sup>28</sup> Les actions B ne sont en l'occurrence qu'un instrument de mise en œuvre du dispositif prévu.

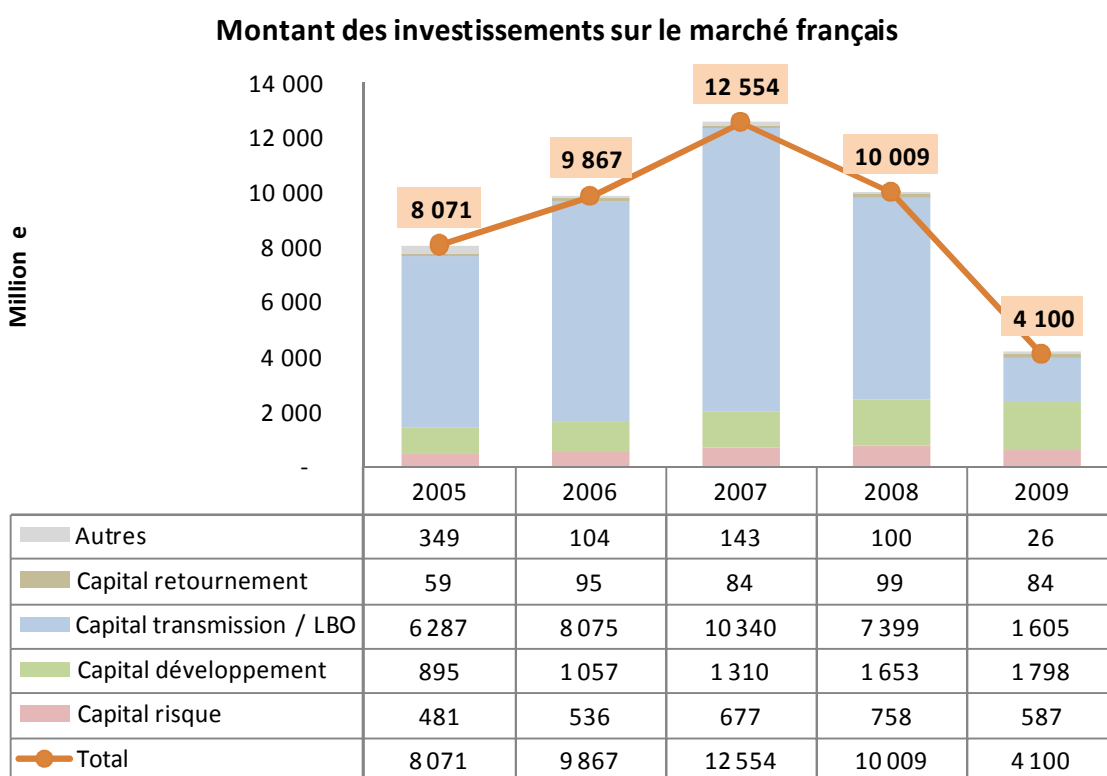
## 2 PRESENTATION DE L'ACTIVITE ET DE L'ENVIRONNEMENT D'INITIATIVE & FINANCE INVESTISSEMENT

### 2.1 Marché du capital investissement

Le métier du capital investissement (« *private equity* »), qui consiste en des opérations en fonds propres ou quasi-fonds propres, revêtant essentiellement la forme de prises de participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées en bourse, s'exerce sur quatre segments<sup>29</sup> :

- le **capital risque**, au moment de la création d'entreprises pour le financement de l'innovation, des nouvelles technologies et des biotechnologies,
- le **capital développement**, à l'occasion de projets de développement pour les entreprises à fort potentiel de croissance,
- le **capital transmission**, pour l'acquisition, la transmission ou la cession d'entreprises,
- le **LBO**, métier historique d'IFI<sup>30</sup>, et le **capital retournement**, en cas de difficultés.

Le capital investissement est devenu un mode de financement caractéristique des PME à forte croissance, ainsi que des grandes entreprises faisant l'objet de LBO (« *Leveraged Buy Out* »). L'effondrement du capital transmission et du LBO consécutif de la dépression boursière à l'automne 2008 a, dans une certaine mesure, cédé le pas au capital risque et au capital développement, dont les contributions respectives restent globalement stables sur un marché en nette contraction :



Dans ce métier, Natixis Private Equity, fort de la densité de son maillage de sociétés de gestion, faisait figure de « généraliste » présent sur l'ensemble des opérations impliquant des PME pour des montants

<sup>29</sup> Source : <http://www.afic.asso.fr>

<sup>30</sup> IFI, lors de son introduction en bourse (1989), réalisait depuis sa création (1984) des opérations de transmission d'entreprises dans le cadre de LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*) ou de RES (Rachat d'Entreprise par ses Salariés).



investis rarement supérieurs à 50 M€<sup>31</sup>, IFI étant plus particulièrement exposée sur les segments « capital développement » et « capital transmission », sur un portefeuille de participations de l'ordre de 90 M€.

Les investissements d'IFI se situent dans une fourchette de 1 M€ à 10 M€ par opération, aboutissant à un cumul annuel compris entre 20 M€ et 35 M€.

Pour mémoire, IFI affiche sur la décennie écoulée<sup>32</sup> un cumul de 442 M€ de plus-values réalisées, 307 M€ de résultats nets dégagés, et 181 M€ de dividendes versés.

## **2.2 Organisation d'Initiative & Finance Investissement**

Le modèle économique et l'organisation générale d'IFI se caractérisent par :

- une orientation vers les « *small caps* » qui constituent la principale cible de ses investissements<sup>33</sup> ; la Société est de ce fait exposée aux moindres évolutions conjoncturelles, qui se répercutent directement sur ses actifs,
- le mandat de gestion confié à Initiative & Finance Gestion.

De fait, et conformément aux règles de fonctionnement des sociétés de capital investissement, le niveau des dividendes servi par la Société est conditionné par la rotation de son portefeuille.

### **2.2.1 Ventilation du portefeuille par pourcentage de détention**

Les détentions d'IFI au capital des sociétés en portefeuille sont schématiquement de deux natures ; elles résultent de l'acquisition de :

- participations minoritaires dans des sociétés généralement contrôlées par des fonds,
- ou de participations majoritaires en portefeuille propre.

### **2.2.2 Ventilation du portefeuille géographique et par secteur économique**

Quelques lignes de participations se distinguent par leur qualité au sein d'un lot d'actifs classés en trois principales catégories dans la revue de portefeuille réalisée à intervalle semestriel :

- enjeux forts,
- enjeux de deuxième niveau,
- lignes provisionnées à 100%<sup>34</sup>.

La répartition géographique de ces actifs, limitée à l'hexagone, fait ressortir une activité concentrée en l'Ile de France ; ce constat déjà fait au 31 décembre 2009<sup>35</sup> est confirmé au 30 septembre 2010 :

---

<sup>31</sup> Source : Xerfi « Capital Investissement » - Janvier 2010.

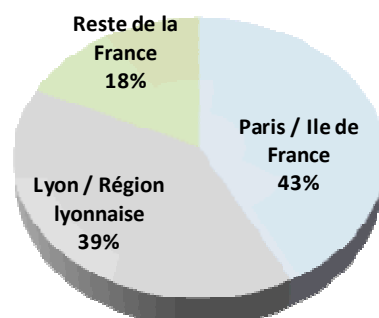
<sup>32</sup> De 2000 au 30 juin 2010 ; depuis la création de la société en 1984, le total des plus-values générées est de l'ordre de 600 M€.

<sup>33</sup> On dénombre une quarantaine de participations actives dont les valeurs d'entreprises considérées individuellement se concentrent dans un intervalle de 10 M€ à 30 M€.

<sup>34</sup> Dont les *start-up* (en nombre toutefois réduit).

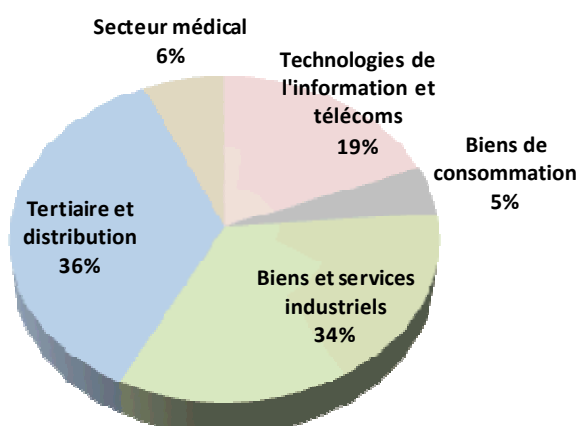
<sup>35</sup> Au 31 décembre 2009, sur les 46 participations actives en portefeuille, 27 se situaient en région parisienne et 19 en province.

## Ventilation du portefeuille par zone géographique



Les activités des sociétés en portefeuille reflètent la prégnance du secteur des biens et services industriels ainsi que du secteur tertiaire et distribution<sup>36</sup> ; les informations ci-dessous, de source IFI, sont actualisées au 30 septembre 2010 :

## Ventilation du portefeuille par secteur économique

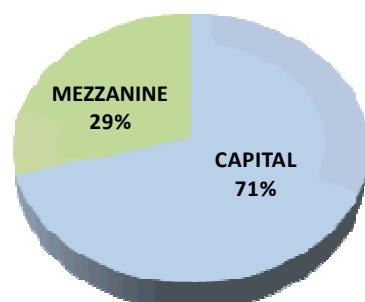


### 2.2.3 Ventilation du portefeuille par type d'instrument

Le portefeuille d'IFI ainsi constitué exclusivement de valeurs françaises (§ 2.2.2) se répartit principalement en actions françaises non cotées et instruments liquides, d'une part, et obligations convertibles (OC), obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) et obligations remboursables en actions (ORA), d'autre part, comme illustré ci-dessous au 30 septembre 2010 :

<sup>36</sup> Avec, à fin 2009, 32,6% des montants bruts investis pour le secteur des biens et services industriels, suivi du secteur tertiaire (28,6%), du secteur des biens et services liés aux technologies de l'information (21,8%), du secteur des biens de consommation (10,3%) et du secteur médical (6,7%).

## Ventilation du portefeuille par nature de participation



### 2.2.4 Ventilation du portefeuille par méthode d'évaluation

La valeur estimative du portefeuille se fonde sur une évaluation monocritère reposant, selon les cas, sur l'une des méthodes suivantes :

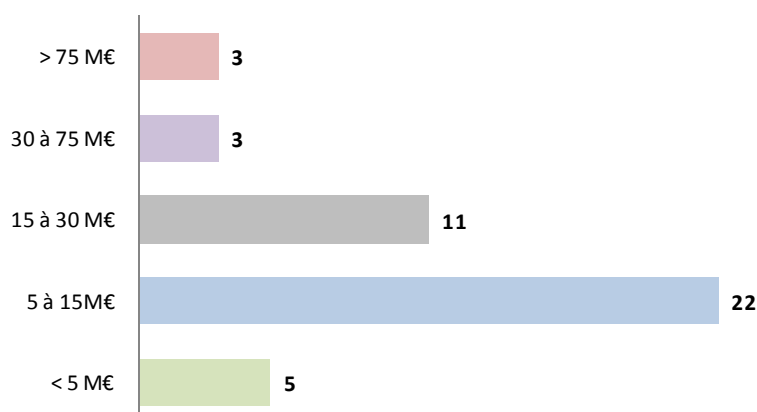
- les participations cotées sont évaluées en fonction du cours de bourse (pour autant que celui-ci soit significatif en termes de liquidité),
- valeur de rentabilité exprimée par les multiples d'agrégats comptables et financiers usuels (résultat net, résultat d'exploitation, excédent brut d'exploitation, chiffre d'affaires, marge brute d'autofinancement),
- valeur de négociation *i.e.* référence externe telle que cession d'un bloc d'actions par un tiers actionnaire, deuxième tour de financement pour des *start-up*, négociation très avancée de la ligne de participation concernée le cas échéant,
- situation nette réévaluée.

La répartition des actifs en fonction de ces méthodes fait apparaître une prédominance des multiples de rentabilité (98% du portefeuille au 30 septembre 2010) dans l'application des méthodes d'évaluation, cohérente avec la composition du portefeuille de petites et moyennes entreprises.

### 2.2.5 Ventilation du portefeuille par taille d'entreprise

L'analyse du portefeuille par taille d'entreprise au 30 septembre 2010 met en exergue une prédominance des participations dont le chiffre d'affaires est compris dans une tranche de 5 à 30 M€ (33 participations sur un total de 44) :

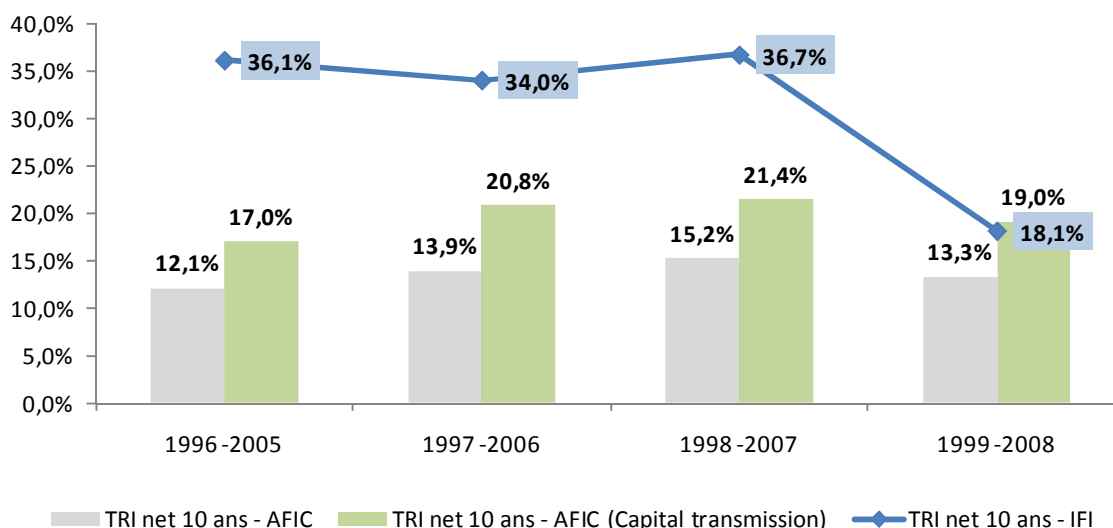
### Ventilation du portefeuille par taille d'entreprise (CA en m€)



## 2.3 Evolution de la performance d'Initiative & Finance Investissement

### 2.3.1 Taux de rendement interne net<sup>37</sup>

La performance financière d'IFI peut s'apprécier par référence au Taux de Rendement Interne (TRI) net de la société calculé sur une période glissante de 10 ans<sup>38</sup> ; au regard de cet indicateur, il apparaît que ce dernier a toujours été globalement supérieur à celui de la moyenne du secteur du capital investissement et plus précisément du capital transmission sur lequel intervient principalement la Société (§ 2.1) :



<sup>37</sup> Selon l'AFIC, le TRI net est calculé en prenant en compte :

- d'une part, les flux négatifs relatifs au prix de revient des titres acquis (incluant les frais d'acquisition) et les différents coûts liés à la gestion du véhicule de Capital Investissement (commissions de gestion, honoraires comptables, autres frais et charges,...), et à la répartition de la plus-value globale entre investisseurs et société de gestion,
- d'autre part, les flux positifs provenant du rendement courant de ces titres ou de leur cession, ainsi que la valeur estimée de ceux restant encore en portefeuille à la date de calcul.

<sup>38</sup> Source : « IFI - Revue du portefeuille au 31/12/2009 ».

### 2.3.2 Formation du résultat net

La performance financière d'IFI peut également être appréhendée au regard des composantes de la création historique de valeur sur une longue période présentée ci après, mettant en avant la volatilité de la rentabilité nette rythmée par l'écoulement du portefeuille (résultats de cession) :

<b>Compte de résultat</b>									
Million €	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	Sept 2010
	12m	12m	12m	12m	12m	12m	12m	12m	9m
Résultat de cessions	36,1	15,3	24,8	43,1	49,3	13,5	85,9	19,0	6,7
Revenus du portefeuille	1,9	1,5	1,6	1,0	1,1	1,2	0,7	0,9	0,8
Radiation du portefeuille/Restructura	0,0	-	0,1	(0,0)	-	-	-	(0,0)	(0,0)
Variation de provision	(5,5)	(0,1)	(4,4)	(10,9)	(4,7)	(3,1)	(12,8)	(12,9)	(1,4)
<b>Résultat de la gestion du portefeuille</b>	<b>32,5</b>	<b>16,7</b>	<b>22,1</b>	<b>33,3</b>	<b>45,7</b>	<b>11,6</b>	<b>73,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>
Resultat de la trésorerie	1,9	1,6	1,0	1,2	2,2	2,2	2,7	0,4	0,1
Coûts de fonctionnement	(5,9)	(5,4)	(6,0)	(6,8)	(7,3)	(8,0)	(10,0)	(6,9)	(5,0)
Résultat des opérations non courante	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,0)	0,1	(0,4)	(0,0)	(1,4)
<b>Résultat net</b>	<b>28,5</b>	<b>12,9</b>	<b>17,1</b>	<b>27,7</b>	<b>40,6</b>	<b>5,9</b>	<b>66,2</b>	<b>0,6</b>	<b>(0,2)</b>

## 2.4 Autres éléments financiers

### 2.4.1 Evolution de l'actif net comptable

L'évolution de l'actif net comptable est à relier à la vie du portefeuille de participations et des versements de dividendes y afférents (§ 2.2), qui constituent l'objet même de la Société :

<b>Bilan</b>									
Million €	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	Sept 2010
	12m	12m	12m	12m	12m	12m	12m	12m	9m
Portefeuille	83,0	80,0	85,6	75,6	90,8	100,8	93,4	87,1	85,2
Autres immobilisations financières	1,3	1,1	1,8	1,4	1,7	2,2	1,4	1,6	2,1
Créances	1,7	6,6	1,3	0,3	1,1	0,3	0,1	0,0	4,8
Autres dettes	(1,3)	(0,2)	(0,5)	(0,1)	(0,4)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(52,7)
Provisions risques et charges	(1,5)	-	-	(3,7)	(3,9)	(5,3)	(3,8)	(3,7)	(3,7)
Actions propres	-	-	-	-	-	-	0,6	0,6	0,7
Trésorerie	75,5	55,6	59,1	84,5	81,5	46,4	55,2	59,7	54,8
<b>Actif net</b>	<b>158,6</b>	<b>143,1</b>	<b>147,4</b>	<b>158,0</b>	<b>170,9</b>	<b>144,2</b>	<b>146,8</b>	<b>145,2</b>	<b>91,1</b>
Nombre actions A (en million)	3,171	3,171	3,171	3,171	3,171	3,171	3,171	3,171	3,171
Nombre actions B (en million)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>Total actions</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>	<b>3,176</b>
<b>ANC par action</b>	<b>49,9 €</b>	<b>45,1 €</b>	<b>46,4 €</b>	<b>49,8 €</b>	<b>53,8 €</b>	<b>45,4 €</b>	<b>46,2 €</b>	<b>45,7 €</b>	<b>28,7 €</b>

Les plus-values latentes sur le portefeuille au 30 septembre 2010 s'élèvent à **5,2 M€** (§ 3.3.2).

### 2.4.2 Dividendes

L'historique de distribution des dividendes par catégories d'actions est le suivant :

<b>Dividendes</b>									
Million €	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	Sept 2010
	12m	12m	12m	12m	12m	12m	12m	12m	9m
Actions B	7,9	5,9	2,7	4,1	7,2	8,9	2,1	14,8	1,3
Actions A	21,2	22,5	10,1	12,9	20,5	23,7	3,8	45,0	52,6
<b>Dividendes</b>	<b>29,2</b>	<b>28,4</b>	<b>12,8</b>	<b>17,0</b>	<b>27,7</b>	<b>32,6</b>	<b>5,9</b>	<b>59,9</b>	<b>53,9</b>

La séquence de ces dividendes est naturellement indissociable des cessions de titres de participation (§ 2.2).

En date du 20 septembre 2010, une distribution exceptionnelle aux porteurs d'actions de catégorie A<sup>39</sup> a été approuvée par l'Assemblée Générale pour un montant global de 52 574 993,04 euros qui ont été effectivement mis en paiement le 8 octobre 2010.

<sup>39</sup> Hors autocontrôle.

## 2.5 Caractéristiques comptables et financières

### 2.5.1 Observations sur le référentiel comptable

Les comptes annuels d'IFI sont établis selon le référentiel comptable applicable en France, en l'absence de comptes consolidés ; en effet, comme rappelé en annexe aux comptes annuels<sup>40</sup>, le règlement n°99-02 du Comité de la réglementation comptable rend obligatoire l'exclusion du périmètre de consolidation des titres achetés uniquement en vue de leur cession ultérieure, ce qui correspond à la nature même de l'Activité de Portefeuille exercée par IFI.

Une information est fournie dans l'annexe depuis l'exercice ouvert au 1<sup>er</sup> janvier 2005 sur l'impact de l'application des normes IFRS sur le bilan et le compte de résultat ; celui-ci résulte de l'application de la norme IAS 39 qui conduit à classer la totalité du portefeuille Titres Immobilisés de l'Activité du Portefeuille (TIAP) en actif à la juste valeur par résultat et les titres de placement en actif disponible à la vente avec variation de valeur par capitaux propres.

Les comptes annuels ont été certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2009 et les comptes semestriels clos au 30 juin 2010 ont été considérés par ce dernier comme conformes aux règles et principes comptables français, aux termes d'une revue limitée.

Dans le cadre de nos travaux, le management nous a communiqué les comptes d'IFI au 30 septembre 2010 présentés selon les principes comptables français ; en date de notre rapport, ceux-ci n'ont pas fait l'objet de certification de la part du commissaire aux comptes de la société.

### 2.5.2 Observations sur les comptes au 30 septembre 2010

Au regard de l'information communiquée par la société au 30 septembre 2010, nous avons relevé les éléments suivants à appréhender dans le cadre des travaux d'évaluation (§ 3.3.3) :

- la valeur nette comptable du portefeuille d'instruments financiers qui fera l'objet d'une gestion liquidative<sup>41</sup> s'élève à **85,2 M€** ;
- des « créances rattachées aux TIAP » sont comptabilisées pour un montant net de **2,1 M€** ; elles se composent principalement de produits (dividendes et intérêts) à recevoir sur les titres classés sous la rubrique TIAP ainsi que des intérêts à recevoir sur les prêts et comptes courants ;
- des « créances » sont comptabilisées pour un montant net de **4,8 M€** ; elles se composent principalement des produits résultant de la cession de participations intervenues au cours du troisième trimestre 2010 ;
- des « autres dettes » sont comptabilisées pour un montant net de **(52,7) M€** ; elles se composent principalement des dividendes à payer aux porteurs d'actions de catégorie A hors autocontrôle de (52,6) M€ dont la distribution a été approuvée par l'Assemblée Générale du 20 septembre 2010 ;
- une provision pour risques de **(3,7) M€** figure au passif du bilan. Cette provision a été dotée à la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2005 afin de couvrir un risque lié à une possible mise en œuvre d'une garantie de passif donnée dans le cadre de la cession totale d'une participation et pour laquelle une procédure judiciaire a été engagée en 2005. Le montant de la dotation

<sup>40</sup> « Note 2 : Actif Immobilisé ».

<sup>41</sup> Comme prévu à l'article 4 du mandat de gestion conclu le 12 octobre 2010 entre Initiative & Finance Investissement (mandant) et Initiative & Finance Gestion (mandataire).

comptabilisée au 31 décembre 2005 correspond au montant maximum du risque encouru ; le niveau de la provision est resté inchangé depuis lors. Nous comprenons que cette provision deviendra sans objet à l'issue de la période de prescription qui prendra fin au 31 décembre 2010 ;

- la Société détient 19 097<sup>42</sup> actions propres de catégorie A valorisées à **0,65 M€** ;
- une charge non récurrente de **1,4 M€** est comptabilisée dans les comptes au titre du redressement fiscal pour la taxe professionnelle au titre des exercices clos à fin 2007 et 2008 ; celle-ci a été réglée sur le troisième trimestre 2010.

### **2.5.3 Observations complémentaires issues des comptes semestriels au 30 juin 2010**

Au 30 juin 2010, IFI présente des engagements hors bilan, qui s'élèvent à **8,9 M€**. Ceux-ci sont représentatifs de garanties de passif mises à jour lors des opérations d'investissement ou de désinvestissement ; ils sont réputés invariants au 30 septembre 2010.

### **2.5.4 Considérations fiscales**

IFI ayant opté pour le statut fiscal des sociétés de capital-risque (SCR), la totalité de ses produits sont classés dans le secteur exonéré ; seule l'imposition forfaitaire annuelle est donc due par la société.

En conséquence, le taux d'impôt normatif a été considéré comme nul sur la période des prévisions du plan de réalisation des participations jusqu'en 2015.

## **3 EVALUATION DE L'ACTION IFI**

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.1) et les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix des actions IFI de catégories A et B proposé par l'Initiateur (§ 3.2 et suivants).

La date de référence que nous avons retenue pour l'évaluation de l'action IFI est le 30 septembre 2010<sup>43</sup>. Le nombre d'actions retenu pour nos calculs est de 3 171 075 actions A avec autocontrôle ou de 3 151 978 actions A hors autocontrôle, selon les méthodes employées, et de 5 000 actions B (§ 1.2).

### **3.1 Méthodes d'évaluation écartées**

#### **3.1.1 Actualisation des cash-flows d'exploitation (Discounted Cash Flow : DCF)**

Cette méthode est habituellement écartée par les évaluateurs pour les activités financières et bancaires. En outre la gestion extinctive du portefeuille de participations (§ 1.3.2) excluait *de facto* le principe de détermination d'un flux récurrent par référence à une année réputée normative et le calcul, sur cette base, d'une valeur terminale.

---

<sup>42</sup> Nombre détenu par l'émetteur au 13 avril 2010 (cf. rapport annuel 2009 p.17), inchangé depuis lors.

<sup>43</sup> A l'exception de la référence au cours de bourse.



### **3.1.2 Actif net comptable**

La valorisation des actions d'IFI au travers des capitaux propres s'avère également inappropriée, si l'on considère que ses comptes sont établis selon le référentiel comptable français (§ 2.5.1) inapte à traduire la valeur de marché du portefeuille de participations, qui comptablement figurent à leur valeur d'acquisition corrigée le cas échéant des provisions.

### **3.1.3 Multiples boursiers non utilisés**

Nous n'avons pas retenu les multiples de valeur d'entreprise puisque que nous avons cherché à calculer directement la valeur des fonds propres de la Société.

Nous n'avons pas non plus retenu le multiple de résultat net (PER) qui fournit des estimations biaisées par les écarts de structure financière. De plus, la performance des acteurs du capital investissement étant directement liée à des flux non récurrents que sont le versement des dividendes des sociétés du portefeuille (§ 2.3 et § 2.4), les résultats des cessions du portefeuille et la revalorisation de celui-ci, il s'avère inapproprié de rechercher un multiple de résultat net homogène du secteur pouvant être utilisé dans le cadre des travaux de valorisation.

### **3.1.4 Référence au cours de bourse**

La cotation des actions IFI de catégorie A ayant été suspendue au 18 février 2010 (§ 1.3) et le volume d'échanges des titres sur les 12 derniers mois précédant cette date très faible, le cours de bourse ne peut être considéré comme un indicateur fiable de la valeur de ces actions et ne sera donc présenté qu'à titre informatif (§ 3.6).

### **3.1.5 Cas spécifique des actions B**

Si les méthodes mobilisant l'Actif Net Réévalué (ANR) telles que la valorisation par l'ANR, par des comparables boursiers ou transactionnels, peuvent être envisagées pour évaluer les actions A, elles ne sont en revanche d'aucune utilité pour la valorisation des actions B dont les droits en cas de liquidation se limitent à la quote-part du capital social, le dividende des actions B ne pouvant être reporté à nouveau (§ 3.2.2.2).

Nous avons donc approché la valeur des actions B de façon alternative.

## **3.2 Approche de valorisation intrinsèque fondée sur la méthode d'actualisation des dividendes ou Dividend Discount Model (DDM)**

### **3.2.1 Rappel des principes de la méthode DDM**

La méthode DDM ou d'actualisation des dividendes est utilisée afin de calculer directement la valeur d'une action. Cette valeur, comme celle de tout titre financier, est égale à la valeur actualisée des flux à laquelle elle donne droit, assimilables en l'espèce et par simplification aux dividendes ; nous nous positionnons ici du point de vue de l'actionnaire. Le taux d'actualisation à retenir est le coût des fonds propres.

Cette méthode sera utilisée à titre principal pour déterminer la valeur des actions de catégorie A et de catégorie B ; il est rappelé à ce stade que le rendement d'IFI, caractéristique d'une société de portefeuille,

est conditionné par le niveau pluriannuel des résultats sur cessions qui s'avère fluctuant à la fois historiquement (§ 2.3.2) et prospectivement par référence au plan de réalisation qui nous a été soumis.

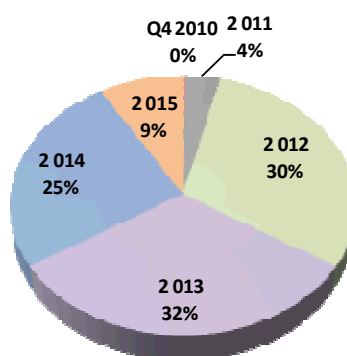
### 3.2.2 Plan d'affaires de la société Initiative & Finance Investissement

#### 3.2.2.1 Processus de construction du plan d'affaires 2010-2015

Les données prévisionnelles du plan d'affaires 2010 à 2015 reposent sur les principales informations et hypothèses suivantes explicitées par le management en marge des prévisions d'écoulement :

- un niveau de dividendes à recevoir annuellement du portefeuille d'actions, d'obligations et des comptes courants sur les différentes années de projection estimé de manière forfaitaire au regard de l'évolution du portefeuille d'actions ;
- le calendrier de cession de l'ensemble des lignes de participation existantes au 30 septembre 2010 établi par le management qui se présente comme suit :

Répartition de la sortie du portefeuille (VNC)



- la valeur de cession de chacune des lignes de participation estimée par le management en tenant compte d'un multiple de sortie<sup>44</sup> et d'agrégats prévisionnels<sup>45</sup> ;
- l'absence de revenus issus de la trésorerie au regard de la structure de trésorerie de la société ;
- une estimation des honoraires et frais de cession sur la période de prévisions tendant vers **2,5%** de la valeur à cession ;
- une croissance des frais de gestion de l'ordre de **2%** en 2011 et de **1,70%** en moyenne au-delà ;
- une croissance des autres frais généraux de l'ordre de **3%** en 2011 et de **1,50%** en moyenne au-delà.

#### 3.2.2.2 Estimation des dividendes à verser

Le management a considéré à l'horizon du plan d'affaires, conformément aux dispositions contractuelles (§ 1.3.2) une gestion extinctive du portefeuille impliquant, tous les 30 juin, le versement sous forme de dividendes de l'intégralité des revenus générés pluri-annuellement sur la période de projections et des résultats antérieurs mis en réserves, ainsi qu'*in fine* du capital social ; l'ensemble de ces éléments sont considérés comme distribués progressivement en fonction du cash disponible à mi-année.

<sup>44</sup> Multiple de sortie généralement en ligne avec le multiple historique.

<sup>45</sup> Excédent brut d'exploitation (EBITDA) ou résultat d'exploitation (EBIT).

A ce titre aucune valeur terminale n'est calculée au-delà du 30 juin 2016, date du dernier versement de dividendes et du remboursement du capital.

Nous avons considéré que le versement des dividendes et le remboursement du capital social ne seraient réalisés qu'à concurrence de la trésorerie disponible. A chaque date de versement des dividendes, nous avons donc déterminé le flux de trésorerie disponible pour les actionnaires ou *Free Cash Flow to Equity*.

### 3.2.2.3 *Prise en compte du « carried interest »*

Le montant du « *carried interest* » de 0,451 M€ (§ 1.3) payable aux détenteurs d'actions B a été pris en compte dans le cadre de nos travaux de valorisation des actions B.

### 3.2.2.4 *Synthèse*

Nous considérons, après analyse critique du plan de réalisation, sur lequel s'appuie la modélisation DDM de l'établissement présentateur et la nôtre, que les principales hypothèses de celui-ci sont cohérentes et conformes à la gestion extinctive de la société, étant rappelé que dans cet « univers fini » n'ouvrant pas de perspectives à de nouveaux placements, et actant la fin du mandat de gestion jusqu'alors en vigueur, les actionnaires ont d'ores et déjà perçu une distribution de dividendes décidée par l'assemblée générale du 20 septembre 2010 sur la quasi intégralité de la trésorerie disponible, et que la valorisation des actions d'IFI se fonde sur un programme d'écoulement progressif des participations restant en portefeuille à ce jour.

Au terme de nos travaux de revue, par sondage<sup>46</sup> et en relation avec le management d'IFI, du portefeuille et du plan de réalisation des participations à l'horizon 2015, nous n'avons pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause la valeur estimative du portefeuille pris dans son ensemble ni la valeur de sortie des entités qui le composent, généralement conditionnées par un multiple de rentabilité<sup>47</sup> dont nous sommes attachés à rechercher la cohérence, dans les conditions de marché actuelles. Ce portefeuille, assez largement constitué avant la crise financière de la fin de l'année 2008, a subi une correction sensible des multiples de valorisation.

On notera qu'en raison de son positionnement particulier sur le créneau « *private equity small caps* » (§ 2.2), IFI procède de façon systématique à une revue ligne à ligne de son portefeuille, à l'exclusion de toute approche macroéconomique et d'analyse de la sensibilité du portefeuille à une variation uniforme des paramètres d'évaluation (multiples de rentabilité, cours de bourse pour les sociétés cotées, agrégats prévisionnels), qui en l'espèce ne trouverait pas à s'appliquer.

## 3.2.3 *Détermination du taux d'actualisation*

Dans l'application de la méthode DDM, les flux espérés (dividendes) ont été actualisés au coût des fonds propres.

Le coût des fonds propres a été estimé **directement** à partir de la formule du MEDAF<sup>48</sup> dont les composantes sont les suivantes :

---

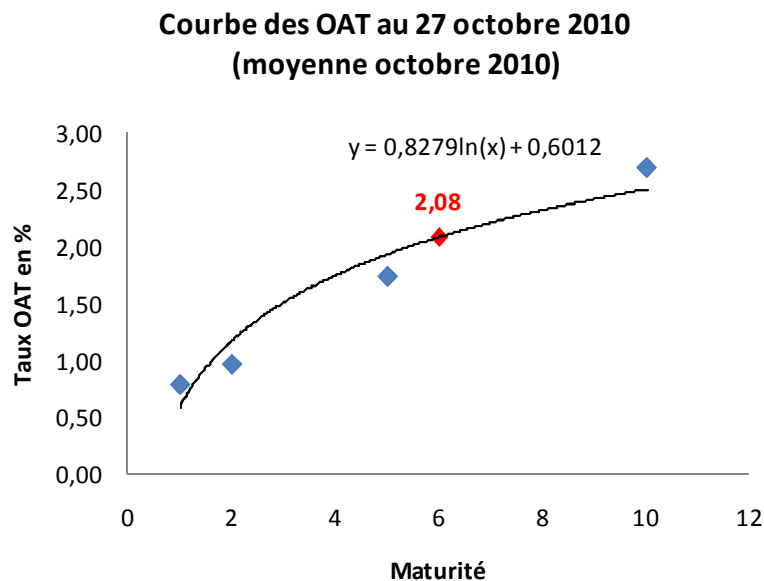
<sup>46</sup> Par référence au rapport entre valeur de cession et montant investi (« TRI de cession »).

<sup>47</sup> Excédent brut d'exploitation (EBITDA) ou résultat d'exploitation (EBIT).

<sup>48</sup> Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ou *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) est utilisé pour évaluer des actions dans un marché en équilibre. Il est basé sur le fait que seul le risque de marché, ou risque non diversifiable, est rémunéré par les investisseurs dans un tel marché. Le coût moyen pondéré du capital est alors égal au taux de l'argent sans risque (rf) majoré d'une prime de risque (beta de l'actif économique x prime de risque de marché).

### 3.2.3.1 Taux sans risque

Pour chacune des maturités des bons du trésor français<sup>49</sup>, nous avons calculé le taux OAT moyen sur le mois d'octobre 2010 afin d'estimer la courbe des taux à cette date :



Par application de la régression logarithmique ainsi définie, le taux sans risque à **6 ans**, représentatif de la durée du cycle considéré dans le plan d'affaires, est estimé à **2,08%**.

### 3.2.3.2 Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à **6,98%**<sup>50</sup> ; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans la période de crise qui tend à perdurer, ainsi que la sensibilité de la valorisation à ce paramètre.

### 3.2.3.3 Beta

Nous avons récupéré pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 5 ans, le beta « endetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers.

<sup>49</sup> Source : [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

<sup>50</sup> Moyenne des données Natixis Securities (6,75%) en date du 21 octobre 2010 calculée sur le CAC 40 et Fairness Finance (7,20%) en date du 20 octobre 2010 calculée sur le CAC 40 hors banques, assurances et immobilières (soit un échantillon de 34 sociétés).

Le beta sectoriel **moyen**, à partir des sociétés comparables présentant une liquidité certaine, est estimé à **0,87**:

Beta endetté	
Société	5Y
Groupe Bruxelles Lambert SA	0,80
Eurazeo SA	1,17
Wendel	1,52
Nationale A Portefeuille	0,73
GIMV	0,56
Altamir Amboise SA	0,78
OFI Private Equity Capital	0,53
<b>Moyenne</b>	<b>0,87</b>

#### 3.2.3.4 Prime de risque spécifique

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de **3%**<sup>51</sup> traduisant une taille d'IFI inférieure à celle des autres sociétés comparables retenues dans l'échantillon utilisé pour définir le beta de l'activité ainsi qu'une moindre liquidité.

Nous avons par ailleurs majoré cette prime de risque à concurrence de **1%** en tenant compte du fait que, s'agissant d'un « *run-off* » dans lequel l'allongement de la liquidation du portefeuille représente un risque non négligeable de réduction de la valeur, la réalisation des prévisions était entachée d'un degré d'incertitude supplémentaire.

Sur cette base, le coût des fonds propres s'établit à **12,15%**<sup>52</sup>.

Pour les besoins de notre analyse de sensibilité du modèle, nous avons simulé plusieurs scénarii dans une fourchette de taux d'actualisation<sup>53</sup> comprise entre **10,65%** et **13,65%** avec un coût des fonds propres **médian** unique de **12,15%** pour les actions A et B.

#### 3.2.4 Synthèse

Au 30 septembre 2010, au terme des analyses de sensibilité du modèle DDM que nous avons menées, la valeur centrale de l'action A<sup>54</sup> ressort à **28,1 €** et celle de l'action B à **2 442 €**.

Avec un prix d'Offre envisagé de **31,4 €** par action IFI de catégorie A, la prime s'élève à **11,7%** :

Action A							
	Taux d'actualisation						
	10,65%	11,15%	11,65%	12,15%	12,65%	13,15%	13,65%
<b>Valeur de l'action A</b>	29,2 €	28,9 €	28,5 €	<b>28,1 €</b>	27,7 €	27,4 €	27,0 €
<b>Prime</b>	7,4%	8,8%	10,3%	<b>11,7%</b>	13,2%	14,7%	16,2%

<sup>51</sup> Déterminé à partir d'une étude longitudinale du différentiel de rendement entre « *small caps* » et « *large caps* ».

<sup>52</sup>  $2,08\% + 0,87 \times 6,98\% + 3\% + 1\% = 12,15\%$ .

<sup>53</sup> Nous avons postulé que le taux d'actualisation était commun aux deux catégories d'actions A et B.

<sup>54</sup> Calculée sur un nombre d'actions A hors autocontrôle de 3 151 978 actions (3 171 075 actions A - 19 097 actions d'autocontrôle).

Le prix d'Offre envisagé de **2.442 €** par action IFI de catégorie B se raccorde à la valorisation qui en est faite :

Action B							
	Taux d'actualisation						
	10,65%	11,15%	11,65%	12,15%	12,65%	13,15%	13,65%
Valeur de l'action B	2 562 €	2 521 €	2 481 €	<b>2 442 €</b>	2 403 €	2 366 €	2 329 €
Prime	-4,7%	-3,1%	-1,6%	<b>0,0%</b>	1,6%	3,2%	4,9%

### 3.3 Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en hors-bilan. L'ANR vise donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le 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 indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui est typiquement le cas d'IFI en tant que gestionnaire d'un portefeuille d'actifs financiers.

#### 3.3.1 Valorisation du portefeuille par IFI au 30 juin 2010

A chaque clôture comptable, la société détermine les plus-values latentes sur les différentes lignes de participation par application des méthodes d'évaluation susmentionnées (§ 2.2.4)<sup>55</sup> :

- cours de bourse s'il y a lieu ;
- valeur de négociation ;
- valeur de rentabilité ;
- situation nette réévaluée.

Au 30 juin 2010, le portefeuille est évalué à 95,7 M€ en ce compris un stock de plus-values latentes de **7,6 M€**.

#### 3.3.2 Valorisation du portefeuille par nos soins au 30 septembre 2010

Les travaux de valorisation du portefeuille que nous avons conduits au 30 septembre 2010 ont été les suivants :

- discussion avec le management sur les principales lignes de participation et les mouvements intervenus sur ces lignes entre le 30 juin 2010 et le 30 septembre 2010 ;

<sup>55</sup> Cf. Rapport annuel 2009, p.10.

- appréciation de la pertinence de la juste valeur des différentes participations calculée par la société au 30 juin 2010<sup>56</sup>, revue des méthodes de valorisation retenues et des multiples appliqués.

Au 30 septembre 2010, nous avons estimé la juste valeur du portefeuille à **90,4 M€** soit une plus-value latente nette de **5,2 M€**<sup>57</sup>.

### 3.3.3 Valorisation de l'actif net réévalué au 30 septembre 2010

Au vu de la nature des autres éléments composant le bilan de la société au 30 septembre 2010 et suite aux discussions que nous avons eues avec le management, nous comprenons que l'actif net réévalué est estimé comme suit (en M€) :

ANR					
	Sept 2010	Actions	Dividendes	Réévaluation	ANR
Portfeuille	85,2			5,2	90,4
Créances rattachés aux TI	2,1				2,1
Autres créances immobili:	0,0				0,0
Créances	4,8				4,8
CCA	0,0				0,0
VMP	1,8	(0,7)			1,2
Disponibilités	53,6		(52,6)		1,1
PRC	(3,7)			3,7	-
Dettes	(52,7)		52,6		(0,2)
<b>Capitaux propres</b>	<b>91,1</b>	<b>(0,7)</b>	<b>-</b>	<b>8,9</b>	<b>99,3</b>

L'actif net comptable au 30 septembre 2010 a notamment été corrigé de la provision pour risques et charges de **(3,7) M€** qui en date de nos travaux est d'ores et déjà considérée sans objet par le management (§ 2.5.2).

### 3.3.4 Valorisation de l'action B au regard des droits statutaires

Statutairement les porteurs d'actions de catégorie B ont un droit sur 20% des plus-values réalisées suite à la cession du portefeuille, soit **1 M€** en considérant la plus-value latente estimée au 30 septembre 2010.

En considérant ce droit statutaire, le « *carried interest* » de **0,451 M€** (§ 1.3) et le capital social de **0,1 M€**<sup>58</sup>, la valorisation de l'action IFI de catégorie B ressort à **313 €**<sup>59</sup>.

### 3.3.5 Synthèse

En considérant un actif net réévalué de **99,3 M€**, un nombre d'actions de catégorie A hors autocontrôle de 3.151.978<sup>60</sup> et,

<sup>56</sup> Aucune diligence complémentaire n'a été réalisée à ce titre par la société au 30 septembre 2010.

<sup>57</sup> 7,6 M€ - 0,1 M€ (plus-value latente Filorga au 30 juin 2010 sortie sur le troisième trimestre 2010) - 2,3 M€ (plus-value latente ITL au 30 juin 2010 sortie sur le troisième trimestre 2010).

<sup>58</sup> 5 000 actions B \* 15,24 € de valeur nominale.

<sup>59</sup> (1 M€ + 0,451 M€ + 0,1 M€) / 5 000 actions B.

<sup>60</sup> 3 171 075 -19 097 = 3 151 978 actions A.

- une valeur des actions de catégorie B de 12,2 M€<sup>61</sup>, la valorisation de l'action de catégorie A ressort à **27,6 €**<sup>62</sup>, soit une prime sur le prix d'Offre envisagé (31,4 €) de 13,6% ;
- une valeur des actions de catégorie B de 1,6 M€<sup>63</sup> au regard des droits statutaires notamment, la valorisation de l'action de catégorie A ressort à **31,0 €**<sup>64</sup>, soit une prime sur le prix d'Offre envisagé (31,4 €) de 1,2%.

### 3.4 Approche fondée sur les comparables boursiers

#### 3.4.1 Etendue et composition de l'échantillon

Nous avons constitué l'échantillon de sociétés cotées comparables à partir des analyses sectorielles<sup>65</sup> et des notes d'analyses que nous avons recueillies :

Comparables			
Société	Pays	Marché de cotation	Compart.
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgique	Euronext Bruxelles	A
Eurazeo SA	France	Euronext Paris	A
Wendel	France	Euronext Paris	A
Compagnie Nationale à Portefeuille	Belgique	Euronext Bruxelles	A
GIMV	Belgique	Euronext Bruxelles	B
Brederode SA	Belgique	Euronext Bruxelles	B
Altamir Amboise SA	France	Euronext Paris	B
Le Groupe Idi	France	Euronext Paris	C
Salvepar SA	France	Euronext Paris	C
OFI Private Equity Capital	France	Euronext Paris	C
Siparex Croissance SCA	France	Euronext Paris	C

Les sociétés Eurazeo SA, Wendel, GIMV, Altamir Amboise SA et OFI Private Equity sont incluses dans l'indice de référence LPX Europe qui regroupe les sociétés européennes de capital investissement dont la capitalisation boursière excède 80 M€ et qui présentent une certaine liquidité.

Le descriptif détaillé des comparables précités (précisions sur l'activité et données clés<sup>66</sup>) figure en annexe 7.

<sup>61</sup> 5 000 actions B \* 2 442 €.

<sup>62</sup> (99,3 M€ - 12,2 M€) / 3 151 978 actions A.

<sup>63</sup> 5 000 actions B \* 313 €.

<sup>64</sup> (99,3 M€ - 1,6 M€) / 3 151 978 actions A.

<sup>65</sup> Xerfi : « Capital Investissement » (Janvier 2010).

<sup>66</sup> Dont Actif Net Réévalué (ANR) ou capitaux propres IFRS.



On soulignera que les résultats que nous avons obtenus par la méthode des comparables boursiers résultent d'un exercice de comparaison avec un échantillon relativement limité, ce qui en restreint, dans une certaine mesure, la fiabilité.

### 3.4.2 Modalités de calcul des multiples d'actif net réévalué

Afin de calculer le ratio Capitalisation boursière/Actif net réévalué de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés aux éléments suivants :

- la capitalisation boursière de chaque société a été retenue en date du 27 octobre 2010 ;
- l'actif net réévalué est issu des derniers comptes publiés par les différentes sociétés<sup>67</sup>.

Le ratio **médian** Capitalisation boursière/Actif net réévalué calculé sur la population des sociétés comparables, qui s'élève à **0,78**, est déterminé comme suit :

Multiples d'ANR					
Société	Cours (€)	Capitalisation boursière (m€)	Date ANR	ANR (m€)	Multiple d'ANR
Groupe Bruxelles Lambert SA	63,21	10 199	23-juil.-10	13 126	0,78x
Eurazeo SA	54,18	3 142	30-juin-10	3 833	0,82x
Wendel	54,22	2 738	25-août-10	3 190	0,86x
Nationale A Portefeuille	38,49	4 157	30-juin-10	4 960	0,84x
GIMV	39,44	914	31-mars-10	1 028	0,89x
Brederode SA	17,80	554	30-juin-10	851	0,65x
Altamir Amboise SA	5,80	211	30-juin-10	407	0,52x
Le Groupe Idi	20,30	147	30-juin-10	290	0,51x
Salvepar SA	64,85	102	30-juin-10	163	0,62x
OFI Private Equity Capital	8,77	92	30-juin-10	149	0,62x
Siparex Croissance SCA	19,50	39	30-juin-10	49	0,81x
<b>Mediane</b>					<b>0,78x</b>

### 3.4.3 Synthèse

En appliquant le multiple de **0,78** ainsi défini à l'actif net réévalué de la société au 30 septembre 2010 (§ 3.3.3), soit **99,3 M€**, et en tenant compte de la valeur des actions de catégorie B de 12,2 M€<sup>68</sup> ainsi que du nombre total d'actions de catégorie A soit 3 171 075, la valorisation de l'action de catégorie A s'établit à **20,5 €**.

Avec un prix d'Offre envisagé de 31,4 € par action de catégorie A, la prime s'élève à **53,2%**.

Au vu des disparités, en termes de taille, entre les sociétés composant le panel de comparables retenus et IFI, nous considérons qu'il conviendrait en théorie de lui appliquer une décote sur le multiple de Capitalisation boursière/Actif net réévalué afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la Société ; nous avons toutefois volontairement écarté une telle décote afin d'apprécier la prime induite sur le haut de fourchette de la valorisation par les comparables.

<sup>67</sup> Information réglementée issue des sites des différentes sociétés : lorsque l'ANR n'était pas directement disponible, nous l'avons recalculé au regard des plus-values latentes présentées sur le portefeuille ou nous avons considéré les capitaux propres IFRS.

<sup>68</sup> 5 000 actions B \* 2 442 €.

### 3.5 Méthode des transactions comparables

La méthode consiste, dans le principe, à valoriser IFI sur la base de ratios de valorisation issus de transactions comparables, incluant *de facto* une prime de contrôle.

Cette approche est soumise à de nombreuses hypothèses quant à la fiabilité de l'information disponible ainsi qu'à la stabilité et à la représentativité à long terme des performances opérationnelles des cibles (méthode historique et non prospective). Dès lors, nous considérons qu'il s'agit d'un critère moins pertinent dans la hiérarchie des méthodes de valorisation retenues.

En outre, en dehors de l'Acquisition elle-même (§ 1.2), l'unique transaction récente identifiée concerne l'Offre Publique d'Achat Simplifiée réalisée par le Crédit Industriel et Commercial (CIC) en novembre 2009 sur l'ensemble des actions de la société Institut de Participations de l'Ouest (IPO).

Le multiple implicite d'actif net comptable issu de cette transaction est de **1x**<sup>69</sup>.

En appliquant le multiple ainsi défini à l'actif net réévalué de la société au 30 septembre 2010 (§ 3.3.3), soit **99,3 M€**, et en tenant compte de la valeur des actions de catégorie B de 12,2 M€<sup>70</sup> ainsi que du nombre total d'actions de catégorie A soit 3 171 075, la valorisation de l'action de catégorie A s'établit à **27,5 €**.

Avec un prix d'Offre envisagé de 31,4 € par action IFI, la prime s'élève à **14,3%**.

### 3.6 Référence au cours de bourse (à titre informatif)

#### 3.6.1 Historique des cours de bourse

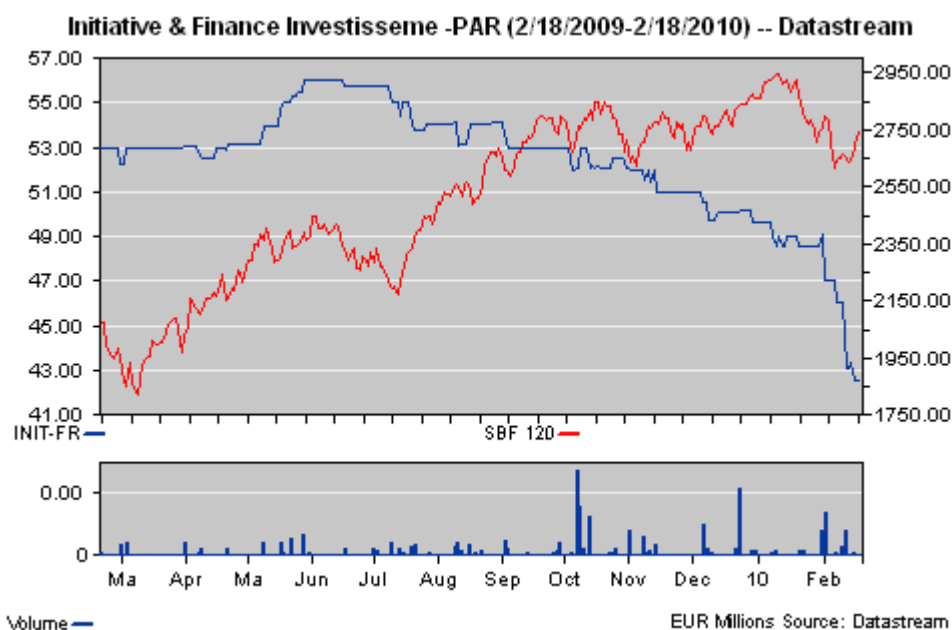
IFI a été introduite à la bourse de Paris en avril 1989 ; ses actions, admises aux négociations sur le marché d'Euronext Paris compartiment B, étaient incluses dans le SBF 120 avant la suspension de leur cotation le 18 février 2010 (§ 1.3).

Nous avons présenté ci-après l'évolution du cours de bourse du titre IFI sur une période de 12 mois précédant le 18 février 2010 :

---

<sup>69</sup> Prix offert par action ordinaire (108,20 €) / (Actif net réévalué au 30 août 2009 (403,34 M€) / 3 764 257 actions ordinaires).

<sup>70</sup> 5 000 actions B \* 2 442 €.



L'analyse de l'évolution historique du cours de bourse montre l'absence de réelle corrélation du titre avec l'indice de référence (SBF 120) sur les 12 derniers mois précédant le 18 février 2010 ; les volumes échangés sur cette période demeurent assez faibles avec une moyenne de 25 titres échangés par jour sur cette période illustrant une faible liquidité renforcée par l'étroitesse du flottant<sup>71</sup>. Le titre IFI n'est du reste pas suivi par les analystes.

### 3.6.2 Cours de bourse de référence

En date du 20 septembre 2010, l'Assemblée Générale Mixte a approuvé la distribution de dividendes de **52,6 M€** pour les actions A hors autocontrôle soit **16,68 €** par action A hors autocontrôle (§ 2.4.2). Ce détachement de coupon a été déduit du cours de l'action constatée sur les 12 derniers mois précédant le 1<sup>er</sup> février 2010 pour présenter, à titre indicatif, la prime ou décote résultant d'un prix d'Offre de **31,4 €** par action A :

<b>Cours de bourse</b>				
€ / action	18-févr.-10	Dividendes (20 sept 2010)	Action (coupon détaché)	Prime / Décote
<b>Spot</b>	<b>42,51</b>	<b>(16,68)</b>	<b>25,83</b>	<b>21,6%</b>
Moyenne pondérée 1 mois	46,49	(16,68)	29,81	5,3%
Moyenne pondérée 3 mois	48,40	(16,68)	31,72	-1,0%
Moyenne pondérée 6 mois	50,63	(16,68)	33,95	-7,5%
Moyenne pondérée 9 mois	51,45	(16,68)	34,77	-9,7%
Moyenne pondérée 12 mois	51,65	(16,68)	34,97	-10,2%
<b>Plus haut 12 mois</b>	<b>56,00</b>	<b>(16,68)</b>	<b>39,32</b>	<b>-20,1%</b>
<b>Plus bas 12 mois</b>	<b>42,50</b>	<b>(16,68)</b>	<b>25,82</b>	<b>21,6%</b>

<sup>71</sup> Au 30 juin 2010, le flottant était estimé à 0,64% par référence au cumul des actions A et B égal à 3.176.075 (§ 1.1.2).

Avec un prix d'Offre proposé à **31,4 €** par action IFI, les primes par rapport aux cours de bourse moyen pondérés par les volumes en date du 18 février 2010 sont comprises entre **5,3%** et **21,6%** sur le mois précédant le 18 février 2010.

### **3.6.3 Synthèse**

L'Offre de **31,4 €** par action (coupon détaché) extériorise une prime par rapport aux cours de bourse appréciés sur une période d'un mois jusqu'au dernier cours *spot* au 18 février 2010 comprise entre **5,3%** et **21,6%**.

### **3.7 Recouplement avec la transaction conclue avec RSI**

RSI, à l'issue d'une négociation entre parties indépendantes et d'un libre processus transactionnel, a accepté d'apporter la totalité de ses actions à l'Offre à un prix plancher de 31,4 € (§ 1.3.5) dont découle finalement la fixation du prix d'Offre des actions de catégorie A ; on soulignera que cet engagement conditionne la procédure de retrait obligatoire (§ 1.3.5).

### **3.8 Recouplement avec la transaction entre Natixis Private Equity et Financière Figaro**

#### **3.8.1 Chiffrage du complément de prix**

Le plafond du complément de prix plafonné au cas particulier d'IFI à 5% du prix de base (§ 1.3.1) peut être valorisé à 4,2 M€<sup>72</sup> (1,34 € par action A).

Il nous a été indiqué, et nous avons estimé sur la base des informations qui nous ont été fournies, qu'au regard du plan d'affaires présenté par le management, les conditions de performance nécessaires pour déclencher le complément de prix ne seraient pas remplies et que dans cette hypothèse celui-ci ne serait pas dû.

#### **3.8.2 Conditions d'acquisition des actions IFI par Financière Marignan**

Il nous a été confirmé que la dernière transaction en date intervenue en décembre 2009 sur une fraction minoritaire des actions B d'IFI, rachetée par Financière Marignan<sup>73</sup>, s'est opérée à un prix unitaire de 1.400 €.

En outre le Président d'Initiative & Finance Gestion nous a indiqué que :

- depuis 2002, un certain nombre de collaborateurs d'Initiative & Finance Gestion ont acquis des actions B d'IFI pour 1.400 € l'action, et les ont ensuite apportées pour la même valeur à Financière Marignan,
- par ailleurs Initiative & Finance Gestion a cédé en mai 2009 à Natixis Private Equity 101 actions de catégorie B pour une valeur unitaire de 683,79 €.

### **3.9 Contrôle spécifique de l'équité du prix pour les détenteurs d'actions B**

A titre d'ultime vérification de l'équité du prix proposé au seul détenteur de 220 actions B subsistant à l'issue de l'Opération, nous avons, tout comme l'établissement présentateur, recherché la valeur implicite des actions B pour Financière Marignan qui agit de concert avec l'Initiateur, selon le dispositif décrit dans l'accord conclu avec l'équipe de gestion (§ 1.3.3.ii).

<sup>72</sup> Prix de base : 84,5 M€ \* 5% = 4,2 M€.

<sup>73</sup> Aux termes de la convention d'apport d'actions B par Marc Dagousset à Financière Marignan.

Il en résulte une valorisation implicite des actions B pour Financière Marignan en toutes hypothèses sensiblement inférieure au prix d'Offre envisagé de 2.442 €.

### 3.10 Synthèse de nos travaux

Les valeurs que nous obtenons à l'issue de notre évaluation multicritères dégagent les primes résumées dans le tableau ci-dessous, en comparaison du prix d'Offre envisagé de **31,4 €** par action de catégorie A et de **2.442 €** par action de catégorie B ; s'agissant :

- des premières, nous n'avons pas intégré l'incidence du complément de prix de 1,34 € par action A, considérant qu'il ne peut être préjugé de l'atteinte des objectifs de rendement requis pour son versement,
- des secondes, l'intervalle présenté ci-après borne selon nous aux extrêmes le spectre des valeurs pouvant être avancées, par référence notamment aux dernières acquisitions réalisées par Financière Marignan (§ 3.8.2), ainsi qu'à la construction d'une valeur *post* opération (§ 3.9) :

<b>Synthèse</b>			
€	Action	Offre	Prime
<b><u>Action B</u></b>			
DDM	2 442	2 442	<b>0,0%</b>
Transaction Financière Marignan	1 400	2 442	<b>74,4%</b>
Droits statutaires	313	2 442	<b>680,9%</b>
<b><u>Action A</u></b>			
DDM	28,1	31,4	<b>11,7%</b>
ANR - valeur de rendement B	27,6	31,4	<b>13,6%</b>
ANR - droits statutaires B	31,0	31,4	<b>1,2%</b>
Comparables boursiers	20,5	31,4	<b>53,2%</b>
Transactions comparables	27,5	31,4	<b>14,3%</b>
Cours spot - 18 février 2010	25,8	31,4	<b>21,6%</b>
Moyenne pondérée 1 mois	29,8	31,4	<b>5,3%</b>

On notera que :

- le prix d'acquisition des actions de catégorie A et de catégorie B par l'Initiateur a été fixé entre les parties sur la base d'une évaluation globale,
- Natixis n'a garanti que sa quote-part de participation de 93% antérieurement à l'Opération, à l'avantage des minoritaires,
- l'offre publique confère une liquidité appréciable à titre individuel pour les actionnaires minoritaires.

## 4 ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation de Rothschild et avons discuté avec leurs auteurs des calculs effectués et des conclusions qui s'en dégagent.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles l'établissement présentateur a eu recours. Nos principales observations portent sur les points suivants :

#### **4.1 Taux d'actualisation**

Les paramètres de calcul du taux d'actualisation diffèrent :

- Taux sans risque : 2,08% (Ledouble SA) versus 2,67% (Rothschild),
- Betas des comparables : 0,87 (Ledouble SA) versus 0,99 (Rothschild) ; nous avons calculé les betas sur une population plus large que celle de l'établissement présentateur, mais présentant néanmoins, selon nous, un niveau de liquidité suffisant,
- Prime de risque de marché : 6,98% (Ledouble SA) versus 9,76% (Rothschild), étant précisé que la source Bloomberg utilisée par Rothschild conduit en règle générale à des primes comparativement plus élevées que d'autres sources,
- Prime de risque spécifique de 4% retenue par nous afin de rendre compte du différentiel de taille et de liquidité d'IFI par rapport à ses comparables (3%), d'une part, et du risque d'exécution, durant la période de prévisions de 2010 à 2015, du plan de réalisation des participations en portefeuille, dont il n'est pas à exclure qu'il soit plus long que prévu (1%), d'autre part.

En définitive, malgré ces différences de composantes, le taux d'actualisation que nous avons calculé (12,15%) ressort à un niveau assez comparable à celui de Rothschild (12,3%).

#### **4.2 Distribution du capital résiduel**

Pour les besoins de la valorisation des actions de catégorie A, Rothschild a positionné la restitution du capital sur la toute la durée du plan de réalisation à proportion de la valeur nette comptable des participations sorties du portefeuille ; nous avons pour notre part tablé sur la distribution de l'intégralité de la trésorerie disponible au 30 juin de chaque année civile. Les distributions interviennent par conséquent plus en amont dans notre modélisation sur la durée du plan de réalisation, ce qui explique pour l'essentiel la différence entre nos valorisations respectives de l'action A selon la méthode du rendement.

#### **4.3 ANR**

Nous avons ajouté au panel utilisé par Rothschild pour le calcul du multiple d'ANR un acteur (Siparex) que nous considérons, en nous référant aux indications du management d'IFI, comme directement comparable à la Cible.

#### **4.4. Calcul de la valeur de rendement des actions B**

Nous n'envisageons pas la valeur de rendement des actions B après imputation d'une quote-part de frais de gestion (20%), qui ne nous paraît pas conforme aux dispositions statutaires ni à la pratique usuelle d'IFI pour calculer la valeur intrinsèque de cette catégorie d'actions ; il s'ensuivrait une valeur inférieure à celle que nous présentons.

L'établissement présentateur mentionne la valeur de rendement des actions B avant et après imputation de la quote-part de frais de gestion susmentionnée.

### **5 CONCLUSION**

Le prix d'Offre de 31,4 € par action de catégorie A est compatible avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritères et extériorise, pour chaque critère, une prime de façon systématique.

Le prix d'Offre de 2.442 € par action de catégorie B est compatible avec la fourchette de valeurs assez écartée, obtenue au travers d'approches spécifiques aux caractéristiques de ces titres.

Les accords conclus dans le cadre de la transaction entre Financière Figaro et Natixis Private Equity, d'une part, et de la présente Offre initiée sur les titres Initiative & Finance Investissement par Financière Figaro (impliquant Financière Marignan et RSI), d'autre part, ne contiennent pas de dispositif assimilable à un complément par rapport au prix d'Offre de 31,4 € par action de catégorie A et 2.442 € par action de catégorie B.

En conséquence, nous attestons que le prix de 31,4 € par action de catégorie A et de 2.442 € par action de catégorie B offert dans le cadre de l'offre publique, et de l'éventuel retrait obligatoire qui interviendra dans le cas où l'Initiateur détiendrait plus de 95% du capital et des droits de vote d'IFI à l'issue de l'offre publique, est équitable.

Fait à Paris, le 3 novembre 2010.

Olivier CRETTE

## ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA Annexe 1
- Calendrier de l'étude Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble SA Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA Annexe 6
- Profil détaillé des sociétés comparables retenues Annexe 7
- Extrait de l'article 23 des statuts d'IFI Annexe 8
- Extrait de l'article 24 des statuts d'IFI Annexe 9



## **Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA**

### **1. Travaux préliminaires et prise de connaissance**

- revue de presse et recherches sur Internet
- analyse de l'opération et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre et de sa volatilité jusqu'à la suspension de cours
- rencontre avec les membres du Conseil d'administration d'Initiative & Finance Investissement et certains des directeurs associés d'Initiative & Finance Gestion, des représentants de l'Initiateur et de l'établissement présentateur (Rothschild) et les conseils juridiques de l'Initiateur (Baker McKenzie)
- lecture des dispositions statutaires de la Cible relatives aux actions de catégories A et B
- examen et modélisation des accords formant le corpus juridique de l'Opération
- exploitation de l'analyse des termes de l'Offre et des éléments d'évaluation recueillis auprès de l'établissement présentateur

### **2. Travaux de valorisation**

- revue des résultats historiques, de la structure financière et de la vie de la Cible au travers des décisions d'assemblées, des rapports de gestion et des délibérations du conseil d'administration (2007 à 2010)
- examen de la construction du plan de réalisation, étude des paramètres financiers, tests de sensibilité
- constitution d'un panel de « comparables »
- recentrage du panel en fonction notamment des informations recueillies auprès du management
- approches d'évaluation multicritère (DDM, ANR comparables boursiers, méthodes alternatives),
- modélisation des dividendes déjà versés et restant à allouer aux actions de catégories A et B
- recherche de références et de multiples transactionnels

### **3. Rapport d'expertise**

- réunions et entretiens téléphoniques (*annexe 3*)
- rédaction d'une lettre de mission et de propositions de lettres d'affirmation destinées au management de la Cible et de l'Initiateur
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

### **4. Rémunération de l'expert**

Le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission s'établit à 100.000 € (hors taxes et frais de mission)

## **Annexe 2 : Calendrier de l'étude**

- **12 octobre au 17 octobre 2010**

- Désignation de l'expert par le Conseil d'administration et signature de la lettre de mission
- Prise de connaissance et analyse de l'Opération
- Revue des accords et de la structure de l'Offre
- Lecture des communiqués de presse
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Cible jusqu'à la suspension de cours
- Exploitation des informations publiques disponibles
- Contacts avec l'établissement présentateur
- Analyse historique comptable et financière de la Cible et de son portefeuille
- Demandes d'informations

- **18 octobre au 24 octobre 2010**

- Rencontres avec le management de la Cible et de la société de gestion, ainsi que des représentants de l'Initiateur et de ses conseils (établissement présentateur, avocats)
- Revue du portefeuille au 30 juin 2010 et analyse du plan de réalisation en relation avec le management et les responsables de participation
- Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables
- Exploitation des informations recueillies et mise en œuvre d'approches d'évaluation multicritères

- **25 octobre au 31 octobre 2010**

- Travaux d'évaluation et contacts avec l'établissement présentateur
- Demandes d'informations complémentaires
- Exploitation du projet de rapport de l'établissement présentateur et finalisation des travaux d'évaluation
- Analyse des projets de notes d'informations
- Point d'étape avec le management de la Cible et de la société de gestion, ainsi que des représentants de l'Initiateur et de ses conseils (établissement présentateur, avocats)
- Rédaction du projet de rapport d'expertise indépendante
- Finalisation du texte des lettres d'affirmation

- **1<sup>er</sup> novembre au 4 novembre 2010**

- Levée des points en suspens
- Finalisation de la rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Actualisation des travaux en fonction des dernières informations disponibles
- Diffusion du rapport d'expertise indépendante en vue du Conseil d'administration entérinant l'Offre et de l'insertion dans le projet de note d'informations en réponse à l'AMF

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

#### **Initiative & Finance Investissement et Initiative & Finance Gestion**

Jean-François DELEPOULLE	Président du conseil d'administration – Directeur général
Philippe BERTIN	Directeur général délégué et administrateur
Jean-Bernard MEURISSE	Président
Ghislaine NICOLAIDES	Secrétaire Général
Grégoire BOUVIER	Directeur d'investissement
Sylvain CAILLAT	Chargé d'affaires
Mathieu DOUCHET	Directeur associé
Thierry GIRON	Directeur associé
Jean-Michel LAVEU	Directeur associé

#### **Axa Private Equity**

Xavier BELLOIR	Managing Director
Olivier DECANNIERE	Senior Managing Director
Jérémie THIERRY	Senior Investment Manager

#### **Baker & McKenzie SCP**

Bruno BERTRAND	Partner
François-Xavier NAIME	Avocat à la Cour

#### **Rothschild**

Riaz VAYID	Gérant
Louis-Dominique ELOY	Directeur adjoint
Séverin de Mortemart	Manager

#### **Deloitte & Associés**

Damien LEURENT	Associé
----------------	---------

#### **Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées**

##### **Accords conclus entre les parties en présence**

Contrat d'achat entre Natixis Private Equity et Axa Secondary Fund IV LP et Financière E2 en date du 29 juin 2010

Protocole d'accord entre Financière Figaro Sàrl, Axa Secondary Fund IV LP et MM. Jean-Bernard Meurisse, Matthieu Douchet, Thierry Giron, Jean-Michel Laveu, Arnaud Mendelsohn en date du 29 juin 2010

Avenant n°1 au contrat d'achat conclu entre Natixis Private Equity, Axa Secondary Fund IV LP, Financière Figaro et Natixis en date du 29 juin 2010 – 12 octobre 2010

Avenant n°1 au protocole d'accord entre Financière Figaro Sàrl, Axa Secondary Fund IV LP et MM. Jean-Bernard Meurisse, Matthieu Douchet, Thierry Giron, Jean-Michel Laveu, Arnaud Mendelsohn – 12 octobre 2010

Avenant n°2 au protocole d'accord entre Financière Figaro Sàrl, Axa Secondary Fund IV LP, Financière Marignan, Initiative & Finance Gestion et MM. Jean-Bernard Meurisse, Matthieu Douchet, Thierry Giron, Jean-Michel Laveu, Arnaud Mendelsohn – 3 novembre 2010

Notification de prix de Natixis Private Equity à Financière Figaro Sàrl – 7 octobre 2010

Convention de crédit en date du 29 juin 2010 telle que modifiée par avenant n°1 en date du 12 octobre 2010 entre :

- Financière Figaro Sàrl en tant qu'emprunteur
- et Axa Secondary Fund IV LP en tant que parent de l'emprunteur
- et Natixis en tant qu'arrangeur
- et Natixis en tant qu'agent et qu'agent des sûretés

Actes d'adhésion au Protocole d'Accord – 12 octobre 2010 :

- M. Philippe Bertin,
- M. Jean-François Delepouille,
- M. Vincent Karachira,
- Initiative & Finance Gestion,
- Financière Marignan.

Engagement d'apport entre la Caisse Nationale du Régime Social des Indépendants et Financière Figaro Sàrl – 6 octobre 2010

Mandat de gestion entre Initiative & Finance Investissement et Initiative & Finance Gestion en présence de Financière Figaro Sàrl – 12 octobre 2010

Avenant n°1 au mandat de gestion entre Initiative & Finance Investissement et Initiative & Finance Gestion en présence de Financière Figaro Sàrl – 3 novembre 2010

### **Projets de notes d'informations présentées à l'AMF**

Projets de note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société Initiative & Finance initiée par Financière Figaro Sàrl présentée par Rothschild & Cie Banque (21 octobre 2010 et 28 octobre 2010)

Projet de note d'informations en réponse (30 octobre 2010)

### **Documentation de l'Initiateur**

Axa Private Equity – Corporate Presentation – September 2010

Axa Private Equity – Annual Report 2009

### **Documentation juridique de la Cible**

Dossier Infogreffe<sup>74</sup> au 20 septembre 2010

Procès-verbaux des conseils d'administration (2007 à 2010<sup>75</sup>)

Procès-verbaux des assemblées générales (2007 à 2010<sup>76</sup>)

Convention d'apport d'actions B par Marc Dagousset à la Financière Marignan (décembre 2009) et procès-verbal d'assemblée générale extraordinaire du 22 décembre 2009 de Financière Marignan

Cession d'actions – Déclaration pour l'enregistrement, cession par Initiative & Finance Gestion à Natixis Private Equity (18 mai 2009)

Convention d'apport d'actions B par Grégoire Bouvier à la Financière Marignan (7 juillet 2006)

Convention d'apport d'actions B par Emmanuelle Cappello à la Financière Marignan (7 juillet 2006)

Convention d'apport d'actions B par Francis Estellat à la Financière Marignan (7 juillet 2006)

Convention d'apport d'actions B par Jean-Michel Laveu à la Financière Marignan (12 décembre 2005)

Convention d'apport d'actions B par Arnaud Mendelsohn à la Financière Marignan (12 décembre 2005)

Cession d'actions – Déclaration pour l'enregistrement, cession par Natixis Private Equity à Matthieu Douchet (30 décembre 2002)

### **Documentation financière de la Cible**

Plan de réalisation des cessions attendues sur la période 2010 à 2015

---

<sup>74</sup> Statuts et extrait Kbis, rapport annuel 2009, état des inscriptions au greffe du Tribunal de commerce (privilèges et nantissements), certificat de redressement judiciaire.

<sup>75</sup> Jusqu'au conseil d'administration du 12 octobre 2010.

<sup>76</sup> Jusqu'à l'assemblée générale mixte du 20 septembre 2010.

Eléments de passage du plan de réalisation du portefeuille au plan d'affaires de la société IFI<sup>77</sup> sur la période 2010 à 2015.

Ventilation du portefeuille détaillée au 30 septembre 2010

Mouvements intervenus sur le portefeuille entre le 30 juin 2010 et le 30 septembre 2010

Revue détaillée de portefeuille au 30 juin 2010

Comptes-rendus des comités d'investissement de 2008 à 2010

Note de présentation dans le cadre de l'introduction au second marché de la bourse de Paris

### **Documentation comptable de la Cible**

Evaluation du portefeuille en valeur nette comptable et en valeur estimative au 30 septembre 2010 et au 30 juin 2010

Résultats générés sur les cessions de participation de 2008 à 2010

Comptes au 30 septembre 2010

Comptes au 30 juin 2010 et rapport du commissaire aux comptes sur l'information financière sectorielle au titre de la période du 1<sup>er</sup> janvier 2010 au 30 juin 2010

Rapports annuels (2003 à 2009)

Calcul de la valeur estimative de l'action A au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2008

Calcul de la quote-part de dividendes affectés aux actions B en 2009 et 2008

Détail des garanties de passif en cours au 30 juin 2010 et au 31 décembre 2009

### **Documentation juridique et comptable de la société de gestion**

Dossier Infogreffe<sup>78</sup> au 20 septembre 2010

### **Travaux de l'établissement présentateur**

Initiative & Finance – Rothschild – Analyse des termes de l'OPAS (21 octobre 2010, 27 octobre 2010, 28 octobre 2010, 3 novembre 2010)

### **Bases de données et documentation sectorielle**

Thomson One Banker

Infancials

---

<sup>77</sup> Eléments constitutifs des produits du portefeuille de TIAP (Plus-values sur TIAP, honoraires de cession, dividendes et jetons de présence perçus, intérêts sur obligations, comptes courants et assimilés), des charges et autres produits d'exploitation (commissions de gestion, autres frais généraux, impôts et taxes, reprises de provisions pour risques et charges) et du résultat exceptionnel (coût de la mise en jeu des garanties de passif).

<sup>78</sup> Statuts et extrait Kbis, comptes annuels 2009, rapport du commissaire aux comptes sur les comptes annuels 2009, rapport du directoire sur les comptes 2009, résolutions soumises à l'assemblée générale mixte du 3 mai 2010, état des inscriptions au greffe du Tribunal de commerce (privilèges et nantissements), certificat de redressement judiciaire.

Xerfi 700<sup>79</sup>

**Informations en ligne**

<http://www.initiative-finance.com>

<http://afic.asso.fr>

<http://bvca.co.uk>

<http://amf-france.org><sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Capital Investissement - Janvier 2010.

<sup>80</sup> Projet de note présentée par la société IPO en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par CIC (2009).



## **Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble SA**

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des deux dernières années figurent en Annexe 6. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

### **Dominique LEDOUBLE (61 ans), Président directeur général (revue indépendante)**

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- Président de l'APEI
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Conduit régulièrement des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM

### **Olivier Cretté (46 ans), Associé (signataire)**

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, DEA en sciences de gestion
- Membre de l'APEI
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation
- Chargé d'enseignement au CNAM et à l'IAE de Paris

### **Sébastien SANCHO (32 ans), Directeur de mission**

- Diplômé d'expertise comptable et d'un Master de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'université Paris Dauphine
- Membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation

### **Laurence BIDEAU (24 ans)**

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine

**Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA**

<b><u>Année</u></b>	<b><u>Société concernée</u></b>	<b><u>Etablissement présentateur</u></b>
2010	Sperian Protection	Lazard et Deutsche Bank
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logements	Société Générale et CA LYON
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi*	SGCIB
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus*	CA LYON
2008	Réponse	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate
2007	HF COMPANY*	Europe Offering
2007	TOUAX*	Société Générale
2007	XRT	BNP Paribas
2007	AuFeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale
2006	Eurofins Scientific*	Europe Offering
2006	Airox	Société Générale
2006	Alain Afflelou	Lazard
2006	Camaïeu	Calyon
2006	Deveaux	BNP Paribas
2006	Elior	HSBC
2006	Société Foncière Lyonnaise	Calyon/UBS/Goldman Sachs
2006	Team Partners Group	Natexis Bleichroeder

\*Options (BSAR / BSAAR)

## Annexe 7 : Profil détaillé des sociétés comparables retenues

### Groupe Bruxelles Lambert (GBL)

#### Stratégie

Portefeuille de participations orienté pour l'essentiel sur un petit nombre de sociétés auprès desquelles elle peut jouer son rôle d'actionnaire professionnel.

#### Actif net réévalué (ANR)

ANR - 23 juillet 2010		
Société	Million €	% ANR
Total	3 583	27,3%
GDF SUEZ	2 966	22,6%
Lafarge	2 600	19,8%
Pernod Ricard	1 623	12,4%
Imerys	1 046	8,0%
Suez Environnement	506	3,9%
Iberdrola	167	1,3%
<b>Sociétés cotées</b>	<b>12 491</b>	<b>95,2%</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	<b>262</b>	<b>2,0%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>373</b>	<b>2,8%</b>
<b>ANR</b>	<b>13 126</b>	<b>100%</b>

#### Méthodologie d'évaluation du portefeuille

L'actif net ajusté de l'action GBL est une référence conventionnelle obtenue en ajoutant au « *cash net* » les participations constituant le portefeuille du groupe. Celles-ci sont valorisées comme suit :

- **Sociétés cotées** : cours de bourse;
- **Sociétés non cotées et mises en équivalence** : quote-part dans les fonds propres;
- **Sociétés non cotées et non mises en équivalence** : valeur d'investissement à la juste valeur; à défaut, valeur comptable.

L'actif net ajusté ne tient pas compte d'un éventuel différentiel de valorisation induit par l'exercice d'un pouvoir de contrôle par GBL sur ses participations.

## Eurazeo SA

### Stratégie

Les secteurs opérationnels du groupe Eurazeo peuvent se répartir au sein des trois activités suivantes :

- «  **Holding**  » : activité d'investissement dans des participations non consolidées et activité de fonds de co-investissement
- «  **Industrie et services**  » : activité d'investissement en tant qu'actionnaire actif (participations consolidées)
- «  **Immobilier**  » : activité d'investissement dans des actifs à dominante immobilière

### Actif net réévalué (ANR)

ANR - 30 juin 2010		
Société	Million €	% ANR
Rexel	676	17,6%
LT (Ipsos)	47	1,2%
Accor	367	9,6%
ANF	384	10,0%
Danone	48	1,2%
Autres	115	3,0%
<b>Sociétés cotées</b>	<b>1 635</b>	<b>42,7%</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	<b>1 645</b>	<b>42,9%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>552</b>	<b>14,4%</b>
<b>ANR</b>	<b>3 833</b>	<b>100%</b>

### Méthodologie d'évaluation du portefeuille

- **Investissements non cotés**  : la méthode privilégiée pour valoriser les investissements non cotés d'Eurazeo repose sur des multiples de comparables (capitalisation boursière ou de transaction) appliqués à des agrégats extraits du compte de résultat ;
- **Investissements cotés**  : évalués en fonction de la moyenne sur les 20 derniers jours au jour de l'évaluation des moyennes quotidiennes des prix pondérés par les volumes.

## Wendel

### Stratégie

Le groupe Wendel a un modèle de développement focalisé sur :

- des sociétés internationales ;
- n°1 ou n°2 sur leurs marchés ;
- dans des secteurs à fortes barrières à l'entrée ;
- avec de solides fondamentaux ;
- des cash flows prévisibles et récurrents ;
- présentant un fort potentiel de croissance rentable : une forte croissance organique, des acquisitions relatives, une forte exposition aux pays émergents

### Actif net réévalué (ANR)

ANR - 25 août 2010		
Société	Million €	% ANR
Saint Gobain	2 972	93,2%
Bureau Veritas	2 632	82,5%
Legrand	1 654	51,8%
Stallergenes	328	10,3%
<b>Sociétés cotées</b>	<b>7 586</b>	<b>237,8%</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	<b>501</b>	<b>15,7%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>(4 897)</b>	<b>-153,5%</b>
<b>ANR</b>	<b>3 190</b>	<b>100%</b>

### Méthodologie d'évaluation du portefeuille

- **Participations non cotées** : multiples de comparables (capitalisation boursière ou de transaction) appliqués à des agrégats extraits du compte de résultat ;
- **Participations cotées** : évalués en fonction de la moyenne des cours de clôture des vingt séances à la date de valorisation.

## Compagnie Nationale à Portefeuille (CNP)

### Stratégie

Au départ de larges ambitions, la CNP entend jouer un rôle et être respectée par les investisseurs et par ses pairs en tant que processeur de valeur contribuant à la création de l'Europe des Entreprises.

### Actif net réévalué (ANR)

ANR - 30 juin 2010		
Société	Million €	% ANR
Total	1 635	33,0%
GDF Suez	334	6,7%
Lafarge	329	6,6%
Imerys	315	6,4%
Pernod Ricard	201	4,1%
Ibderdrola	163	3,3%
M6	153	3,1%
Affichage Holding	69	1,4%
Suez Environnement	58	1,2%
Eiffage	31	0,6%
<b>Sociétés cotées</b>	<b>3 288</b>	<b>66,3%</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	<b>1 011</b>	<b>20,4%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>661</b>	<b>13,3%</b>
<b>ANR</b>	<b>4 960</b>	<b>100%</b>

### Méthodologie d'évaluation du portefeuille

- **Participations non cotées** : valeur comptable (valeur d'acquisition diminuée d'éventuelles pertes de valeur ou quote-part dans les fonds propres si celle-ci est supérieure) ;
- **Participations cotées** : cours de bourse.

## GIMV

### *Stratégie*

Gimv investit en capital risque, en Belgique et à l'étranger, dans des entreprises technologiques à fort potentiel. Gimv intervient aussi dans les opérations de « *buyout* » et de capital développement afin de soutenir le développement et l'expansion des entreprises. Pour cibler certains marchés en croissance, comme la Russie, et certains types particuliers d'actifs, comme les infrastructures, Gimv collabore avec des partenaires expérimentés dans le cadre de fonds dédiés et de joint-ventures.

### *Capitaux propres IFRS*

<b>Capitaux propres IFRS - 31 mars 2010</b>		
<b>Société</b>	<b>Million €</b>	<b>% ANR</b>
Ablynx	30	2,9%
Alfacam	3	0,3%
Antisoma	1	0,1%
Barco	42	4,1%
CapMan	11	1,1%
Innate Pharma	4	0,4%
Movetis	3	0,3%
Nuance Technologies	0	0,0%
Santhera Pharmaceutical	3	0,3%
ThromboGenics	0	0,0%
<b>Sociétés cotées</b>	<b>98</b>	<b>9,6%</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	<b>477</b>	<b>46,4%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>453</b>	<b>44,1%</b>
<b>Capitaux propres IFRS</b>	<b>1 028</b>	<b>100%</b>

## BREDERODE SA

### Stratégie

Brederode SA gère un portefeuille de participations cotées et non cotées:

- **Actions cotées** : portefeuille bien diversifié géré de manière active. Il comprend des participations minoritaires avec un style de gestion de type « *stock picking* ».
- **Options** : émissions occasionnelles « *over the counter* » d'options d'achat (« *calls* ») ainsi que d'options de vente (« *puts* ») tout en évitant une prise de risque à caractère spéculatif.
- « **Private equity** » : participation, avec d'autres investisseurs institutionnels, au capital d'entreprises opérant essentiellement aux Etats-Unis et en Europe Occidentale.

### Capitaux propres IFRS

Capitaux propres IFRS - 30 juin 2010		
Société	Million €	% ANR
Pétrole	101	11,9%
Biens de consommation	59	6,9%
Electricité	53	6,3%
Pharmacie	46	5,4%
Matériaux de construction	23	2,7%
Assurance	21	2,5%
Télécom	10	1,2%
Divers	87	10,2%
<b>Sociétés cotées</b>	<b>400</b>	<b>47,0%</b>
<b>Sociétés non cotées</b>	<b>438</b>	<b>51,5%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>13</b>	<b>1,5%</b>
<b>Capitaux propres IFRS</b>	<b>851</b>	<b>100%</b>



## ALTAMIR AMBOISE SA

### *Stratégie*

Conjointement avec les fonds d'Apax Partners SA, Altamir Amboise prend des participations dans des sociétés en croissance, quel que soit leur stade de développement, dans six secteurs de spécialisation :

- Technologies
- Telecom
- Distribution & Biens de Consommation
- Media
- Santé
- Services aux Entreprises & Services Financiers

### *Capitaux propres IFRS*

<b>Capitaux propres IFRS - 30 juin 2010</b>		
<b>Société</b>	<b>Million €</b>	<b>% ANR</b>
Sociétés cotées	79	19,3%
Sociétés non cotées	359	88,1%
Cash net + autres actifs	(31)	-7,5%
<b>Capitaux propres IFRS</b>	<b>407</b>	<b>100%</b>

## GROUPE IDI

### Stratégie

Le groupe IDI est multi-spécialiste du segment PME aux actifs diversifiés :

- **Private Equity France** : acquisition à effet de levier – LBO, opérations de capital développement, etc.
- **Mezzanine et assimilés France** : financement intermédiaire entre le capital et la dette sénior, crédits LBO décotés, etc.
- **Private Equity (Pays émergents)** : investissement dans des fonds locaux de *Private Equity*

### Capitaux propres IFRS

Capitaux propres IFRS - 30 juin 2010		
Société	Million €	% ANR
Sociétés non cotées	279	96,2%
Cash net + autres actifs	11	3,8%
<b>Capitaux propres IFRS</b>	<b>290</b>	<b>100%</b>

## SALVEPAR SA

### Stratégie

SALVEPAR intervient pour compte propre dans le cadre du financement de la croissance d'entreprises dynamiques. Sa stratégie est d'investir de manière minoritaire (5 à 20% du capital) auprès des sociétés à fort potentiel de croissance, de rentabilité ou de valorisation.

### Actif net réévalué (ANR)

ANR - 30 juin 2010		
Société	Million €	% ANR
Groupe Norbert Dentressangle	13	7,8%
Ipsos	12	7,6%
Faceax	12	7,1%
RG Safety	9	5,5%
Fin Spie Batignolles	9	5,5%
Autres	69	42,5%
<b>Participations</b>	<b>124</b>	<b>75,9%</b>
<b>Réévaluation portefeuille</b>	<b>23</b>	<b>13,8%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>17</b>	<b>10,2%</b>
<b>ANR</b>	<b>163</b>	<b>100%</b>

## OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL

### Stratégie

OPEC est positionné sur **le marché du LBO « small cap »** : principalement sur des sociétés ayant déjà vécu une première étape de structuration lors d'un LBO primaire (la reprise prend alors la forme d'un LBO secondaire), ou d'une introduction en bourse (la reprise se fait alors sous la forme d'un retrait de cote, opération dite de « *Public to Private* »).

OPEC investit en capital mais également en instrument de type « mezzanine ».

Par ailleurs, OPEC intègre dans sa stratégie d'investissement les critères extra financiers du Développement Durable (environnementaux, sociaux, sociétaux et de gouvernance).

### Actif net réévalué (ANR)

ANR - 30 juin 2010		
Société	Million €	% ANR
Portefeuille Equity	99	66,8%
Portefeuille Mezzanine	66	44,3%
<b>Total Portefeuille</b>	<b>165</b>	<b>111,2%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>(17)</b>	<b>-11,2%</b>
<b>ANR</b>	<b>149</b>	<b>100%</b>

## SIPAREX CROISSANCE SCA

### *Stratégie*

Le portefeuille de SIPAREX CROISSANCE est constitué d'investissements réalisés en capital développement et en capital transmission (LBO, LBI) dans des entreprises présentes dans tous les secteurs de l'économie industrielle, commerciale et de services, principalement dans la région du Sud Est.

### *Capitaux propres IFRS*

<b>Capitaux propres IFRS - 30 juin 2010</b>		
<b>Société</b>	<b>Million €</b>	<b>% ANR</b>
Sociétés cotées	0,4	0,8%
Sociétés non cotées	36	73,7%
<b>Total Portefeuille</b>	<b>36</b>	<b>74,4%</b>
<b>Cash net + autres actifs</b>	<b>12</b>	<b>8,4%</b>
<b>Capitaux propres IFRS</b>	<b>49</b>	<b>100%</b>

## **Annexe 8 : Extrait de l'article 23 des statuts d'IFI**

### FIXATION, AFFECTATION ET REPARTITION DES BENEFICES

*«Le compte de résultat qui récapitule les produits et charges de l'exercice fait apparaître par différence, après déduction des amortissements et des provisions, le bénéfice ou la perte de l'exercice.*

*Sur le bénéfice de l'exercice diminué, le cas échéant, des pertes antérieures, il est prélevé cinq pour cent au moins pour constituer le fonds de réserve légale. Ce prélèvement cesse d'être obligatoire lorsque le fonds de réserve atteint le dixième du capital social ; il reprend son cours lorsque, pour une cause quelconque, la réserve légale est descendue au-dessous de ce dixième.*

*Le bénéfice distribuable est constitué par le bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures et des sommes portées en réserve en application de la loi et des statuts et augmente du report bénéficiaire.*

*Sur le bénéfice distribuable, il est attribué aux propriétaires d'actions au prorata du nombre de leurs actions, un dividende égal à :*

- *20% du résultat net généré lors des cessions de titres, à l'exclusion des valeurs mobilières de placement, majoré des reprises de provisions et diminué des dotations de provisions y afférentes, ainsi que, le cas échéant, du solde négatif attaché à ces opérations à la clôture de l'exercice précédent; à ce résultat ainsi défini, s'ajoutent 20% des dividendes et intérêts effectivement perçus sur les titres du portefeuille, à l'exclusion des valeurs mobilières de placement,*
- *une fraction du solde du bénéfice distribuable, après déduction du résultat généré par des cessions de titres, tel que défini ci-dessus, proportionnelle à la part des actions B dans le capital social.*

*Toutefois, le dividende distribué aux propriétaires d'actions B ne peut en aucun cas être supérieur à 20% du bénéfice distribuable. Le cas échéant, l'excédent leur revenant serait réparti aux porteurs d'actions B sur les exercices ultérieurs dans la même dans la même limite annuelle.*

*Le solde du bénéfice distribuable ne peut être réparti qu'entre les propriétaires d'actions A.*

*Toutefois, l'Assemblée Générale sur la proposition du Conseil d'Administration peut décider le prélèvement, sur ce bénéfice revenant aux propriétaires d'actions A, des sommes qu'elle juge convenable de fixer pour être reportées à nouveau au profit desdits propriétaires sur l'exercice suivant ou pour être portées à un ou plusieurs fonds de réserves extraordinaires, généraux ou spéciaux, non productifs d'intérêts sur lesquels les propriétaires d'actions B n'ont en cette qualité aucun droit ».*

**Annexe 9 : Extrait de l'article 24 des statuts d'IFI**

DISSOLUTION, LIQUIDATION

*« Le produit net de la liquidation, après règlement du passif, est employé à rembourser intégralement le capital libéré et non amorti des actions.*

*Le solde, s'il en existe, est réparti à hauteur des réserves existantes qui ont été constituées par des prélèvements effectués sur la part de bénéfices revenant uniquement aux propriétaires d'actions A proportionnellement au nombre d'actions de chacun d'eux.*

*Le surplus éventuel est réparti :*

- à concurrence de 80% aux propriétaires d'actions A au prorata de leurs actions,*
- et à concurrence de 20% aux propriétaires d'actions B au prorata du nombre de leurs actions ».*

### **3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'IFI**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le conseil d'administration d'IFI s'est réuni le 4 novembre 2010 afin d'examiner notamment le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences pour IFI et ses actionnaires.

Etaient présents à cette réunion l'ensemble des membres du conseil d'administration d'IFI, à l'exception de Monsieur Jean-François Delepouille, Président Directeur Général, qui était représenté par Monsieur Philippe Bertin, à savoir :

- Monsieur Philippe Bertin, directeur général délégué, et
- Monsieur Vincent Karachira

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du conseil d'administration est reproduit ci-dessous.

L'attention est attirée sur le fait que la réunion des membres du conseil d'administration est intervenue antérieurement à l'acquisition par l'Initiateur de la totalité des 220 Actions B visées par le projet d'Offre (voir section 5.4 ci-dessous). L'Initiateur détenant, à la date de la présente note en réponse, de concert avec Financière Marignan, l'intégralité des Actions B de la Société, l'offre sur les Actions B prévue aux termes du projet d'Offre est devenue sans objet et, en conséquence, seules les Actions A sont visées par l'Offre définitive.

« 1/ Examen du projet d'Offre et avis motive sur l'intérêt de l'offre pour la Société et ses actionnaires

*Le Président expose que le Conseil est réuni afin d'examiner le projet d'offre publique (l'"Offre") devant être déposé ce jour, auprès de l'Autorité des marchés financiers (l"AMF"), par la société Financière Figaro Sàrl (l'"Initiateur"), en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF.*

*Le Président rappelle que l'Offre fait suite à l'acquisition, le 12 octobre 2010, par l'Initiateur d'un bloc de contrôle, composé de 2 966 938 actions ordinaires, dites de catégorie A ("Actions A"), et de 1 022 actions de préférence, dites de catégorie B ("Actions B"), représentant un total de 93,45% du capital et 91,66% des droits de vote de la Société. Cette opération a été réalisée en application d'un contrat d'acquisition, en date du 29 juin 2010, conclu, notamment, entre l'Initiateur et Natixis Private Equity, portant sur la cession par cette dernière de la majeure partie de ses activités de private equity pour compte propre en France.*

*Aux termes de ce projet d'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre aux prix de 31,40 Euros par Action A et de 2.442 Euros par Action B.*

*L'Initiateur a fait connaître son intention de faire suivre l'Offre d'une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.*

*Le RSI Caisse Nationale s'étant engagé à apporter à l'Offre un bloc d'Actions A représentant 5,19% du capital et 5,18% des droits de vote (post-cession et perte des droits de vote double), le Conseil constate qu'à l'issue de l'Offre l'Initiateur sera effectivement en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.*



*Le Président rappelle au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société et ses actionnaires.*

*A ce titre, le Président présente au Conseil le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui sera soumis à l'AMF, et en particulier les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Rothschild & Cie Banque, établissement présentateur de l'Offre.*

*Le Conseil prend acte des intentions de l'Initiateur exprimées dans son projet de note d'information.*

*Le Conseil examine les méthodes d'évaluation utilisées par l'Initiateur et son conseil financier, Rothschild & Cie Banque.*

*Le Président communique également au Conseil le projet de note en réponse de la Société.*

*Le Président rappelle ensuite que, conformément aux dispositions des articles 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, Ledouble SA, représenté par M. Olivier Cretté, a été désigné en qualité d'expert indépendant (l'"**Expert Indépendant**") par le Conseil lors de sa réunion du 12 octobre 2010.*

*Le Président appelle l'attention du Conseil sur le rapport rédigé par l'Expert Indépendant qui a été remis aux administrateurs préalablement à la réunion du Conseil, ce dont les administrateurs lui donnent acte.*

*Le Président rappelle que la mission de l'Expert Indépendant porte sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.*

*Le Conseil prend acte de l'opinion de l'Expert Indépendant quant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.*

*Après examen des documents relatifs à l'Offre, et notamment (i) du rapport de l'Expert Indépendant, (ii) du projet de note d'information de l'Initiateur et (iii) du projet de note en réponse de la Société, le Conseil, à l'unanimité des membres présents ou représentés :*

- *considère que le projet d'Offre de l'Initiateur est dans l'intérêt de la Société et de ses actionnaires, notamment en ce qu'il représente pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions financières jugées équitables par l'Expert Indépendant ; et en conséquence*
- *décide de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.*

*Le Conseil décide par ailleurs, à l'unanimité des membres présents ou représentés, d'approuver le projet de note en réponse de la Société, tel qu'il vient de lui être présenté.*

*Enfin, le Conseil, à l'unanimité des membres présents ou représentés, donne tous pouvoirs au Président directeur général et au Directeur général délégué, avec faculté de subdéléguer à toute personne de leur choix, à l'effet de :*

- *signer la note en réponse de la Société ;*
- *signer tout document en lien avec la note en réponse de la Société, en ce compris le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment, juridiques, comptables et financières de la Société ;*

- *signer toute attestation requise dans le cadre de l'Offre ; et*
- *plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre.*

## *2/ Examen du sort des actions autodétenues (hors contrat de liquidité)*

*Le Président rappelle que la Société a mis fin en date du 28 octobre 2010 au contrat de liquidité conclu avec Natixis. A cette date, les moyens figurant au compte de liquidité s'élevaient à 3 545 Actions A et 11 645,41 euros. A la demande d'IFI, Natixis a immédiatement restitué à la Société un nombre de titres correspondant à ceux initialement mis à disposition, soit 1 700 Actions A. Le solde des titres, soit 1 845 Actions A, sera vendu sur le marché dès la reprise des négociations sur le titre IFI. A ce jour, la Société détient donc, hors contrat de liquidité, 17 252 de ses propres Actions A.*

*Après en avoir délibéré, le Conseil décide, à l'unanimité des membres présents ou représentés, que la Société n'apportera pas à l'Offre les 17 252 Actions A autodétenues, étant précisé que lesdites actions autodétenues ne seront pas non plus visées par le retrait obligatoire qui sera mis en œuvre par l'Initiateur si les conditions légales et réglementaires requises sont réunies. »*

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Aucun membre du conseil d'administration d'IFI ne détient d'action IFI.

#### **5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE**

##### **5.1. Accord avec l'Equipe de Gestion**

Dans le cadre de l'Opération Globale, l'Initiateur et les dirigeants de l'équipe de gestion de la Société de Gestion ("**Equipe de Gestion**") ont conclu un protocole d'accord en date du 29 juin 2010, tel qu'amendé par un avenant n°1 en date du 12 octobre 2010 et un avenant n°2 en date du 3 novembre 2010 ("**Accord avec l'Equipe de Gestion**"). La Société de Gestion et Financière Marignan, qui regroupe les membres de l'Equipe de Gestion ainsi que certains salariés de la Société de Gestion, ont ultérieurement adhéré à l'Accord avec l'Equipe de Gestion.

Aux termes de l'Accord avec l'Equipe de Gestion, Financière Marignan s'est engagée, à compter de la Date de Réalisation et jusqu'au 31 décembre 2016, à ne pas céder les Actions B qu'elle détient sans avoir obtenu l'accord préalable de l'Initiateur. En outre, sous conditions suspensives de la radiation de la cote des Actions A et de l'adoption des termes et conditions modifiés des Actions B (voir paragraphe ci-dessous), (i) l'Initiateur a consenti à Financière Marignan une option d'achat sur les 1 022 Actions B qu'elle détenait à la date de l'Acquisition ainsi que sur les Actions B qu'elle est susceptible d'acquérir dans le cadre de l'Offre ou de l'éventuel retrait obligatoire subséquent, et (ii) Financière Marignan a consenti à l'Initiateur une option de vente sur les 1 022 Actions B détenues par cette dernière à la date de l'Acquisition. Le prix d'exercice de chacune des options est le coût d'acquisition des titres considérés par Financière Figaro, soit 89,21 euros pour les titres acquis à l'occasion de l'Acquisition et 2 442 euros pour les titres acquis dans le cadre l'Offre ou de l'éventuel retrait obligatoire subséquent selon le cas.

L'Initiateur et l'Equipe de Gestion ont convenu, en cas de retrait de la cote des Actions A, de modifier les termes et conditions des Actions B de manière à ce que le *carried interest* attaché à ces actions soit de 15% et ne soit dû qu'après que l'Initiateur aura reçu au titre des Actions A des distributions égales au montant de son investissement dans IFI augmenté d'un revenu prioritaire de 8% (capitalisé sur une base

annuelle) calculé sur le montant de son investissement. En outre, le *carried interest* passera à 99% dès lors que les produits perçus par l'Initiateur au titre des Actions A deviendront supérieurs au montant le plus élevé entre (i) celui égal à 1,6 fois le prix d'acquisition de ces actions par l'Initiateur et (ii) celui permettant à l'Initiateur de percevoir un revenu prioritaire de 13% (capitalisé sur une base annuelle) sur son investissement dans IFI (l'"**Événement Déclencheur**"). Financière Marignan et l'Initiateur se sont engagés à voter toute résolution qui serait conforme à ce projet.

L'Equipe de Gestion a renoncé à tous droits au titre des accords qui avaient été mis en place avec le groupe Natixis relativement à IFI ainsi qu'au titre du régime de *carried interest* antérieur, y compris relativement aux cessions intervenues entre le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et la mise en place du nouveau régime de *carried interest*.

## 5.2. Mandat de Gestion

A la Date de Réalisation, le mandat de gestion existant précédemment entre IFI et Initiative & Finance Gestion (la "**Société de Gestion**") a été résilié et remplacé par un nouveau mandat de gestion (le "**Mandat de Gestion**") conclu pour une durée s'achevant le 31 décembre 2016, sauf résiliation anticipée dans certains cas spécifiques. aux termes duquel la Société de Gestion a pour mission de mettre en œuvre une gestion liquidative du portefeuille de Participations d'IFI sur la base d'un plan de réalisation établi par la Société de Gestion, prévoyant un total de 180,1 millions d'euros de cessions sur la période 2010 – 2016, pour une plus-value totale (non actualisée) de 90,7 millions d'euros.

L'activité d'investissement de la Société de Gestion sera poursuivie par la mise en place d'un nouveau FCPR ouvert à des investisseurs tiers. ASF IV étudiera l'opportunité d'y investir à hauteur d'un montant de 10 millions d'euros.

Aux termes du mandat précédemment en place, la Société de Gestion percevait une rémunération annuelle comprise entre 3,5 % et 5 % hors taxes de la valeur brute des participations, après exclusion des participations provisionnées en totalité. Le Mandat de Gestion prévoit désormais que la Société de Gestion sera rémunérée par une commission annuelle de gestion égale à 3 % hors taxes du coût d'acquisition des participations détenues par la Société au 31 décembre de l'année précédente, après déduction des provisions et exclusion des participations dans des sociétés en cours de liquidation ou liquidées.

## 5.3. Engagement d'apport à l'Offre de RSI Caisse Nationale

En date du 6 octobre 2010, RSI Caisse Nationale s'est engagé à apporter ses 164 713 Actions A à l'Offre, aux conditions de l'Offre, au prix plancher de 31,40 euros par action ce qui permettra à l'Initiateur de détenir plus de 95% des actions et des droits de vote d'IFI à l'issue de l'Offre.

## 5.4. Acquisitions d'actions IFI postérieures au dépôt du projet d'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-38 II du Règlement général de l'AMF, Financière Figaro a conclu en date du 2 décembre 2010 un contrat relatif à l'acquisition hors marché de 220 Actions B au prix unitaire de 2 442 euros (voir D&I n°210C1245 de l'AMF en date du 6 décembre 2010). La réalisation définitive de l'acquisition est intervenue le 6 décembre 2010.

# **6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE**

## 6.1. Structure du capital social d'IFI

A la date de la présente note en réponse, et à la suite de la réalisation de l'Acquisition et de l'acquisition visée à la section 5.4 ci-dessus), le capital social et les droits de vote d'IFI sont répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% actions	Nombre de droits de vote <sup>(*) (**)</sup>	% droits de vote <sup>(*) (**)</sup>
<b>Actions A</b>				
Financière Figaro	2 966 938	93,41%	2 966 938	91,63%
RSI Caisse nationale	164 713	5,19%	224 851	6,94%
Flottant	20 327	0,64%	20 460	0,63%
Autodétention <sup>(***)</sup>	19 097	0,60%	19 097	0,59%
<b>Total Actions A</b>	<b>3 171 075</b>	<b>99,84%</b>	<b>3 231 346</b>	<b>99,80%</b>
<b>Actions B</b>				
Financière Marignan	3 758	0,12%	5 192	0,16%
Financière Figaro	1 242	0,04%	1 242	0,04%
<b>Total Actions B</b>	<b>5 000</b>	<b>0,16%</b>	<b>6 434</b>	<b>0,20%</b>
<b>Total</b>	<b>3 176 075</b>	<b>100%</b>	<b>3 237 780</b>	<b>100%</b>

(\*) Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

(\*\*) Un droit de vote double est attribué aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis quatre ans au moins, au nom du même actionnaire (art. 9 des statuts d'IFI)

(\*\*\*) Dont 1 845 actions figurant au crédit du compte de liquidité ouvert chez Natixis, qui entrent dans le périmètre de l'Offre et seront cédées sur le marché dès l'ouverture de l'Offre par Natixis – voir section 6.1 (ii) ci-dessous pour plus de précisions

IFI n'a pas émis de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, à son capital social.

(i) Actions IFI détenues par des administrateurs

A la date de la présente note en réponse, les administrateurs d'IFI ne détiennent pas d'actions d'IFI.

(ii) Actions IFI auto-détenues

A la date de la présente note en réponse, IFI détient 19 097 de ses propres Actions A, dont 1 845 figurent au crédit d'un compte de liquidité en cours de clôture à la suite de la résiliation du contrat de liquidité conclu avec Natixis intervenue le 28 octobre 2010.

A la date de résiliation du contrat de liquidité, les moyens figurant au compte de liquidité s'élevaient à 3 545 Actions A et 11 645,41 euros. A la demande d'IFI, Natixis a immédiatement restitué à la Société un nombre de titres correspondant à ceux mis à disposition initialement, soit 1 700 Actions A. Le solde des titres, soit 1 845 Actions A, sera vendu sur le marché par Natixis dès la reprise des négociations sur le titre IFI. Conformément à la réglementation, un communiqué de presse a été publié par IFI à la suite de la cessation du contrat de liquidité. Il est disponible sur le site internet de la Société dans la section Information Réglementée.

Le conseil d'administration d'IFI réuni le 4 novembre 2010 a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 17 252 actions détenues par la Société en dehors du contrat de liquidité.

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Clauses de conventions communiquées à la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

Les statuts d'IFI ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions.

Aucune convention n'a été portée à la connaissance d'IFI en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

6.3. Participations directes et indirectes dans le capital d'IFI dont celle-ci a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

RSI Caisse Nationale a déclaré détenir 164 713 Actions A représentant 5,19% du capital. Sur cette base, RSI Caisse Nationale détient 224 851 droits de vote, soit 6,94% des droits de vote de la Société. RSI Caisse Nationale s'est engagé à apporter ses 164 713 Actions A à l'Offre (cf. section 5.3 ci-dessus).

A la connaissance d'IFI, il n'existe pas d'autre actionnaire que l'Initiateur et RSI Caisse Nationale détenant plus de 5% du capital social ou des droits de vote d'IFI.

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

Il n'existe pas de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

Sous réserve du droit de vote double conféré aux actions inscrites au nominatif depuis au moins quatre années au nom du même actionnaire, le droit de vote attaché aux actions est proportionnel au capital qu'elles représentent.

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnaire du personnel

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle spécifique prévu dans le cadre de l'actionnariat du personnel.

6.6. Accords entre actionnaires dont IFI a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance d'IFI, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote, à l'exception de ceux décrits à la section 5.1 de la présente note en réponse.

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts d'IFI

(i) Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

IFI est administrée par un conseil d'administration composé de trois à dix-huit membres, sous réserve des exceptions prévues par la loi en cas de fusion.

Les administrateurs sont nommés pour trois ans au maximum et rééligibles, sous réserve de la limite d'âge prévue ci-après.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle l'administrateur en cause voit son mandat expirer ou atteint l'âge de soixante-dix ans.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale.

Conformément à la loi, si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales, le conseil d'administration peut procéder à une ou plusieurs nominations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

(ii) Règles applicables à la modification des statuts d'IFI

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

(i) Pouvoirs de conseil d'administration – généralités

Aux termes des statuts d'IFI :

- Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires.
- Dans la limite de l'objet social, le conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Il procède aux contrôles et aux vérifications qu'il juge opportuns.
- Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.
- Le conseil d'administration peut conférer à un ou plusieurs de ses membres ou à des tiers actionnaires ou non tous mandats spéciaux pour un ou plusieurs objets déterminés.
- Il peut décider également la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son Président soumet pour avis à leur examen. Ces comités dont la composition et les attributions sont fixées par le conseil, exercent leur activité sous la responsabilité de celui-ci.

(ii) Pouvoirs du conseil d'administration relatifs à l'émission ou au rachat d'actions

(a) Emission d'actions

Le conseil d'administration ne bénéficie pas de délégation de compétence ou de pouvoir lui ayant été conférée par l'assemblée générale à l'effet d'émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital à la date de la présente note en réponse.

(b) Rachat d'actions

L'assemblée générale statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales ordinaires, a autorisé, en date du 31 mai 2010, le conseil d'administration conformément aux dispositions des articles L.225-209 et suivants du Code de commerce, à acquérir un nombre d'actions représentant jusqu'à 10% du nombre des actions composant son capital, ce seuil de 10% devant être apprécié à la date effective où les rachats seront effectués.

L'objectif de ce programme est l'animation du cours de bourse par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement agissant de manière indépendante, dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie de l'AMAFI.

Les caractéristiques du programme de rachat mis en place sont les suivantes :

- Prix d'achat unitaire maximum : 47 euros.

- Montant maximum des fonds destinés au programme de rachat : 14 006 517 euros.
- Prix de vente unitaire minimum : 23 euros.

En cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites ainsi qu'en cas, soit de division, soit de regroupement de titres, les prix déterminés ci-avant seront ajustés arithmétiquement dans la proportion requise par la variation du nombre total d'actions au terme de l'une quelconque de ces opérations.

- Modalités de rachat : les actions pourront être rachetées par interventions sur le marché ou par achats de blocs de titres. La résolution de l'assemblée ne prévoit pas de limitation particulière pour ces acquisitions de blocs. Il est toutefois entendu que la part réalisée par l'achat de blocs de titres ne pourra atteindre la totalité de la part prévue dans le cadre de l'objectif de la régularisation du cours de bourse des actions de la Société. Il n'est pas prévu l'usage de produits dérivés. L'utilisation du programme en période d'offre publique doit se faire dans les limites que permet la réglementation boursière.
- Durée du programme : à compter du 31 mai 2010 jusqu'à l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice 2010, sans que ce délai puisse excéder dix-huit mois soit jusqu'au 30 novembre 2011 au plus tard.

Pendant la réalisation du programme de rachat, toute modification significative de l'une des informations énumérées dans ce descriptif doit être portée à la connaissance du public selon les modalités fixées par l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

L'acquisition et la cession des actions doivent s'effectuer dans le cadre du contrat de liquidité décrit à la section 6.1. ci-dessus de la présente note en réponse.

Au 30 juin 2010, la répartition par objectifs des titres de capital détenus se décomposait comme suit : l'animation du cours de bourse dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie de l'AMAFI : 100% soit 19 097 actions.

Le tableau ci-dessous récapitule la situation des actions autodétenues par IFI au 30 juin 2010 :

<b>Pourcentage du capital détenu de manière directe et indirecte</b>	<b>Nombre d'actions annulées au cours des 24 derniers mois</b>	<b>Nombre de titres détenus en portefeuille</b>	<b>Contrat de liquidité(*)</b>	<b>Valeur comptable du portefeuille (au 30 juin 2010)</b>
0,60%	0	19 097	1 845	650 156,35 euros

(\*) Solde des titres figurant au crédit du compte de liquidité en cours de clôture à la date la présente note en réponse, étant précisé que le contrat de liquidité a été résilié en date du 28 octobre 2010.

6.9. Accords conclus par IFI qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle d'IFI, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, portait gravement atteinte à ses intérêts

Aucun accord ou contrat significatif conclu par IFI n'est résiliable, immédiatement ou à terme, à raison de la présence de clauses de changement de contrôle.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration en cas de démission ou de révocation.

La Société n'emploie aucun salarié.

**7. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE OU QUE LA SOCIETE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE**

Les informations relatives au nombre d'actions détenues directement ou indirectement par IFI ou qu'elle peut détenir à sa seule initiative figurent aux sections 6.1 et 6.8 de la présente note en réponse.

**8. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

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

Jean-François Delepouille  
Président-directeur général  
**Initiative & Finance Investissement**