

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

PRESENTE PAR LA SOCIETE



CONSEILLEE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE

INITIEE PAR LA SOCIETE



PRESENTEE PAR



VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTIONS D' ACTIONS DE LA SOCIETE

OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF**») le 17 juin 2011, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général. Ce projet de note en réponse a été établi par OFI Private Equity Capital et engage la responsabilité de ses signataires. **Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.**

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BDO, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de la société OFI Private Equity Capital (www.ofi-pecapital.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

OFI Private Equity Capital

12, rue Clément Marot
75008 PARIS

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société OFI Private Equity Capital seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'échange simplifiée conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.

Un avis financier sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'échange simplifiée, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1	<i>Présentation de l'Offre</i>	4
1.2	<i>Contexte de l'Offre.....</i>	5
1.2.1	<i>Protocole d'Accord</i>	6
1.2.2	<i>Traité d'apport en nature conclu entre les principaux actionnaires du Groupe OFI et l'Initiateur.....</i>	8
1.3	<i>Rappel des termes de l'Offre.....</i>	8
1.3.1	<i>Parité d'échange.....</i>	8
1.3.2	<i>Ajustement des termes de l'Offre.....</i>	9
1.3.3	<i>Situation des titulaires de BSAs.....</i>	9
1.3.4	<i>Nombre, caractéristiques et origine des actions Eurazeo remises en échange dans le cadre de l'Offre.....</i>	10
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	10
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'OFI PEC	13
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	13
5.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE D'OFI PEC	13
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	13
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	14
7.1	<i>Structure et répartition du capital.....</i>	14
7.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou de BSAs ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce</i>	14
7.3	<i>Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote d'OFI PEC</i>	14
7.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	15
7.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier</i>	15
7.6	<i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou de BSAs et à l'exercice des droits de vote.....</i>	15
7.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant et à la modification des statuts d'OFI PEC.....</i>	15
7.7.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant.....</i>	15
7.7.2	<i>Règles applicables à la modification des statuts d'OFI PEC.....</i>	15
7.8	<i>Pouvoirs du Gérant, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....</i>	15
7.9	<i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société</i>	16
7.10	<i>Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le Gérant ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique</i>	17
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	17
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	17

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1, 2° du Règlement général de l'AMF, la société Eurazeo, société anonyme dont le numéro d'identification unique est 692 030 992 RCS Paris, dont le siège social est situé 32, rue Monceau, 75008 Paris (l'« **Initiateur** » ou « **Eurazeo** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires ainsi qu'aux titulaires de BSAs (tel que ce terme est défini ci-après) d'OFI Private Equity Capital, société en commandite par actions dont le numéro d'identification unique est 642 024 194 RCS Paris, dont le siège social est situé 12, rue Clément Marot, 75008 Paris (la « **Société** » ou « **OFI PEC** »), d'échanger, contre des actions nouvelles Eurazeo à émettre et dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- (i) la totalité des actions existantes de la Société et les actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSAs, tel que ce terme défini ci-dessous, non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 3.306.568 actions OFI PEC au 31 mai 2011¹ (les « **Actions** ») (ex-Dividende OFI PEC 2010, tel que ce terme est défini à la section 1.3.2). Ces actions sont admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris (Compartiment C) sous le code ISIN FR0000038945, mnémonique « **OPEC** » ; et
- (ii) la totalité des bons de souscriptions d'actions émis par la Société non encore détenus directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de (a) 2.104.766 bons de souscriptions d'actions sur les 6.146.822 bons admis aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris (Compartiment C) sous le code FR0010909283 et en circulation au 31 mai 2011 (les « **BSA1** ») et (b) 1.951.953 bons de souscriptions d'actions sur les 13.180.869 bons admis aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris (Compartiment C) sous le code FR0010909309 et en circulation au 31 mai 2011 (les « **BSA2** », ensemble avec les BSA1, les « **BSAs** »).

Les principales caractéristiques des BSAs sont décrites à la section 1.3.3 du présent projet de note en réponse.

Les Actions et les BSAs sont ci-après désignés ensemble les « **Titres** ».

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions du Protocole (tel que ce terme est défini ci-après), les Actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre.

Il est précisé qu'Eurazeo détient à ce jour, directement et indirectement, 7.943.938 Actions, représentant 75,32% du capital social et 76,39% des droits de vote exerçables de la Société sur la base de 10.546.645 actions et 10.398.595 droits de vote exerçables de la Société au 31 mai 2011², 4.042.056 BSA1 représentant 65,76% des BSA1 émis par la Société sur la base d'un nombre total de 6.146.822 BSA1 en circulation au 31 mai 2011 et 11.228.916 BSA2 représentant 85,19% des BSA2 émis par la Société sur la base d'un nombre total de 13.180.869 BSA2 en circulation au 31 mai 2011.

¹ Soit (a) 2.454.657 Actions au 31 mai 2011 (compte non tenu des 148.050 Actions auto-détenues par la Société) sur les 10.546.645 Actions composant le capital de la Société ainsi que (b) 851.911 Actions pouvant être émises à raison de l'exercice de l'intégralité des BSAs en vigueur au 31 mai 2011 et non encore détenus directement ou indirectement par l'Initiateur (source : Société), à la suite de l'ajustement de leur parité d'exercice consécutif au détachement, le 16 juin 2011, du dividende d'un montant de 0,50 euro par action d'OFI PEC.

² Le nombre d'Actions, en ce compris (a) les actions auto-détenues, les BSA1 et les BSA2 ainsi que (b) les droits de vote exerçables, demeure inchangé au 14 juin 2011, date de l'assemblée générale mixte des actionnaires d'OFI PEC.

L'Offre est donc réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

CM-CIC Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a précisé, afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre, qu'il a l'intention de demander à l'AMF, en application des dispositions de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les Actions non apportées à l'Offre si lesdites Actions ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société. Dans une telle hypothèse, seraient visées par la procédure de retrait obligatoire les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre à l'exception des Actions déjà détenues par l'Initiateur et des Actions détenues par la Société ou ses filiales.

L'Initiateur a également précisé qu'il a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les BSAs non apportés à l'Offre, si les Actions non apportées à l'Offre et les Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSAs non apportés à l'Offre ne représentent pas plus de 5 % de la somme des titres de capital de la Société existants et susceptibles d'être créés.

Dans ces hypothèses, le retrait obligatoire sera soumis au contrôle de l'AMF qui se prononcera sur leur conformité au vu notamment (a) de l'évaluation des titres concernés de la Société qui sera fournie par l'Initiateur et (b) du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

Dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, l'Initiateur a indiqué qu'il se réservait notamment la possibilité :

- de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire dans le cas où les Actions détenues par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5 % des droits de vote de la Société,
- de demander à NYSE Euronext Paris la radiation des Actions et des BSAs du marché NYSE Euronext Paris. Il est rappelé que NYSE Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des Actions et / ou des BSAs est fortement réduite à l'issue de l'Offre, de telle sorte que la radiation de la cote des Actions et, le cas échéant, des BSAs soit dans l'intérêt du marché et sous réserve des règles de marché d'Euronext,
- d'exercer les BSAs qu'il détenait d'ores et déjà ou qui seront apportés à l'Offre, notamment afin de franchir le seuil nécessaire à la mise en œuvre du retrait obligatoire, ou
- de fusionner avec la Société.

1.2 Contexte de l'Offre

La Société, en concertation avec les actionnaires principaux du Groupe OFI (tel que ce terme est défini ci-après), a initié un processus de recherche d'un partenaire en vue de conclure un rapprochement avec un autre acteur du capital investissement.

Eurazeo a fait part de son intérêt de se porter acquéreur du groupe OFI Private Equity (le « **Groupe OFI** »), constitué de :

- (i) OFI Private Equity, société anonyme dont le siège social est situé 12, rue Clément Marot, 75008 Paris, dont le numéro d'identification unique est 414 908 624 RCS Paris (ci-après « **OFI PE** », la « **Société de Gestion** » ou le « **Gérant** ») ;

- (ii) OFI PE Commandité, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 12, rue Clément Marot, 75008 Paris, dont le numéro d'identification unique est 495 405 870 RCS Paris (ci-après « **OFI PE Commandité** » ou la « **Société Commanditée** ») ;
- (iii) la Société ; et
- (iv) les fonds communs de placement à risques FCPR OFI PEC 1 et FCPR OFI PEC 2 (ensemble les « **FCPRs** ») détenus par la Société.

La Société de Gestion, la Société Commanditée, la Société et les FCPRs sont ci-après désignés ensemble les « **Entités du Groupe OFI** ».

A l'issue des discussions entre la Société, Eurazeo et les actionnaires principaux du Groupe OFI, leurs organes sociaux respectifs ainsi que ceux de la MACIF, ont autorisé la conclusion d'un protocole d'accord (le « **Protocole d'Accord** ») qui détermine les termes et conditions du rapprochement entre le Groupe OFI et Eurazeo et notamment les conditions dans lesquelles seraient effectués (i) l'apport de leurs participations détenues dans les Entités du Groupe OFI par les actionnaires principaux du Groupe OFI à Eurazeo et (ii) l'offre publique d'échange simplifiée qui serait déposée, suite à la réalisation de ces apports, par Eurazeo sur les Titres de la Société.

A la suite de la signature du Protocole d'Accord, Eurazeo et la Société ont publié le 26 avril 2011 un communiqué de presse conjoint disponible sur le site Internet de la Société (www.ofi-pecapital.com) et d'Eurazeo (www.eurazeo.com).

1.2.1 **Protocole d'Accord**

Le Protocole d'Accord a été conclu le 21 avril 2011 entre Eurazeo d'une part, et la Société, la Société de Gestion, la Société Commanditée, OFI Asset Management (« **OFI AM** »), Monsieur Olivier Millet, Finoleam, MACIF, MUTAVIE, Mutuelle d'Assurance des Instituteurs de France (« **MAIF** »), Filia MAIF, l'Union Mutualiste Retraite (« **UMR** »), la Mutuelle Assurance des Travailleurs Mutualistes (« **Matmut** ») et l'Assurance Mutuelle des Fonctionnaires d'autre part.

Les principales stipulations du Protocole d'Accord sont résumées ci-après :

- (ii) Engagement concernant l'apport par les Apporteurs Initiaux (tel que ce terme est défini ci-après) de leurs participations dans les Entités du Groupe OFI à Eurazeo :
 - a. OFI AM, Finoleam, MACIF, MUTAVIE, MAIF, Filia MAIF, UMR, Matmut et l'Assurance Mutuelle des Fonctionnaires (les « **Apporteurs Initiaux** ») se sont engagés, chacun pour ce qui le concerne, à apporter l'ensemble des participations qu'ils détenaient dans les Entités du Groupe OFI à Eurazeo dans le cadre d'un traité d'apport à signer entre eux et Eurazeo et portant sur :
 - i. concernant OFI AM : (a) 7.380 actions de la Société de Gestion, (b) 103.896 Actions de la Société, (c) 60.606 BSA1 et (d) 129.870 BSA2 ;
 - ii. concernant Finoleam : 3.555 actions de la Société de Gestion ;
 - iii. concernant MACIF : (a) 30.000 actions de catégorie A de la Société Commanditée, (b) 4.597.358 Actions de la Société, (c) 2.681.793 BSA1 et (d) 5.746.695 BSA2 ;
 - iv. concernant MUTAVIE : (a) 940.646 Actions de la Société, (b) 548.711 BSA1 et (c) 1.175.805 BSA2 ;
 - v. concernant MAIF : (a) 675.324 Actions de la Société, (b) 393.939 BSA1 et (c) 844.155 BSA2 ;

- vi. concernant Filia MAIF : (a) 103.896 Actions de la Société, (b) 60.606 BSA1 et (c) 129.870 BSA2 ;
- vii. concernant UMR : (a) 618.990 Actions de la Société et (b) 1.380.240 BSA2 ;
- viii. concernant Matmut : (a) 478.813 Actions de la Société, (b) 63.912 BSA1 et (c) 1.244.703 BSA2 ; et
- ix. concernant Assurance Mutuelle des Fonctionnaires : (a) 186.182 Actions de la Société, (b) 108.607 BSA1 et (c) 232.725 BSA2.

Les apports ont été réalisés le 16 juin 2011³.

- b. Les parités d'échange entre les actions Eurazeo et les Actions de la Société, ainsi que les BSAs, ont été fixées entre les parties comme suit :
 - i. 10 actions Eurazeo pour 54 Actions de la Société (ex-Dividende OFI PEC 2010) ; et
 - ii. 1 action Eurazeo pour 110 BSAs ;
 - c. Les parités d'échange entre les actions Eurazeo et les titres de la Société de Gestion et de la Société Commanditée ont été fixées entre les parties comme suit :
 - i. les parties ont valorisé la Société de Gestion (ex-dividende OFI PE 2010, s'élevant à un montant total de 328.050 euros au titre de l'exercice 2010) à 9,7 millions d'euros et la Société Commanditée à 4,3 millions d'euros. Les parties ont convenu de tenir compte des intérêts économiques dans la Société Commanditée détenus par MACIF, soit 58,33%, et par la Société de Gestion, soit 41,67% ;
 - ii. la parité d'échange des titres de la Société de Gestion et de la Société Commanditée a été déterminée sur la base de la moyenne du prix moyen pondéré par les volumes (*volume-weighted average price*, « VWAP ») quotidiens de l'action Eurazeo constatés pendant une période de 20 jours de cotation expirant 9 jours avant la date de réalisation des apports soit le 7 juin 2011, retraité de l'impact de la distribution de son dividende 2010, soit une parité de 181.319 actions Eurazeo pour 10.935 actions représentant 100% du capital de la Société de Gestion et de 47.344 actions Eurazeo pour 30.000 actions représentant 10% du capital de la Société Commanditée.
 - d. La réalisation des apports était soumise à des conditions suspensives, notamment réglementaires et de concurrence qui ont été réalisées respectivement le 7 juin 2011 et le 9 juin 2011.
 - e. Les apports ont été rémunérés par l'émission d'actions nouvelles Eurazeo.
 - f. MACIF, MUTAVIE et Finoleam se sont engagés, chacun pour ce qui le concerne, à conserver les actions Eurazeo reçues en rémunération de leurs apports pendant une durée de dix-huit mois à compter de la date de réalisation des apports, et Olivier Millet un engagement similaire sur les actions de Finoleam.
- (iii) Engagements concernant le dépôt par Eurazeo d'une offre publique d'échange :

³ Finoleam Participation, filiale de Finoleam, a apporté à Eurazeo, dans le cadre du Traite (tel que ce terme est défini ci-après), 234.258 Actions de la Société, 121.212 BSA 1 et 339.138 BSA 2.

- a. Eurazeo s'est engagée à déposer, au plus tard dans les quinze (15) jours de négociation suivant la date de réalisation des apports une offre publique d'échange portant sur les Titres ;
- b. Le Protocole d'Accord prévoit notamment les principales caractéristiques de l'Offre ;
- c. En outre, la Société s'est engagée à racheter, préalablement à la reconstitution du Conseil de Surveillance de la Société, les 5.000.000 parts A de 1 euro de nominal détenues par MACIF et MUTAVIE dans le FCPR OFI PEC2 pour un prix correspondant aux apports réalisés cumulés au 7 avril 2011, soit 3.024.000 euros et à reprendre les engagements d'apports résiduels afférents à ces parts A.

1.2.2 *Traité d'apport en nature conclu entre les principaux actionnaires du Groupe OFI et l'Initiateur*

Conformément aux stipulations du Protocole d'Accord, un traité d'apport en nature a été signé le 9 mai 2011 entre les Apporteurs Initiaux d'une part et Eurazeo d'autre part (le « **Traité** »). Finoleam Participation, une filiale de Finoleam, est également partie au Traité et s'est engagée à apporter à Eurazeo (a) 234.258 Actions de la Société, (b) 121.212 BSA1 et (c) 339.138 BSA2.

Monsieur Dominique Ledouble a été désigné en qualité de commissaire aux apports, en application des articles L. 225-147, R. 225-7, R. 225-8 et R. 225-136 du Code de commerce, par ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 3 mai 2011. Il a rendu un rapport déposé au greffe du Tribunal de commerce de Paris le 8 juin 2011, ainsi qu'une lettre adressée au Président du Directoire d'Eurazeo le 10 juin 2011, concluant que la valeur d'apport s'élevant à un montant total de 103.638.632 euros n'était pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté était au moins égal à la valeur au nominal des actions à émettre augmentée de la prime d'apport.

L'ensemble des conditions suspensives ayant été réalisées, les apports ont été réalisés et les actions Eurazeo émises en rémunération des apports le 16 juin 2011.

Eurazeo détient, directement et indirectement, à la date du présent projet de note en réponse et suite à la réalisation de ces apports, un nombre total de : 7.943.938 Actions, 4.042.056 BSA1 et 11.228.916 BSA2. Ces Titres représentent l'intégralité des Titres détenus par Eurazeo, directement et indirectement.

1.3 *Rappel des termes de l'Offre*

1.3.1 *Parité d'échange*

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société et aux titulaires de BSAs d'échanger leurs Actions et leurs BSAs contre des actions nouvelles Eurazeo à émettre selon une parité de :

- (i) 10 actions Eurazeo pour 54 Actions de la Société (ex-Dividende OFI PEC 2010) ; et
- (ii) 1 action Eurazeo pour 110 BSAs ;

(ensemble, la « **Parité d'Echange** »).

La Parité d'Echange retenue dans le cadre de l'Offre est identique à celle retenue dans le cadre du Protocole d'Accord et du Traité pour la rémunération par Eurazeo de l'apport de leurs Actions et de leurs BSAs par les actionnaires principaux de la Société.

1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

Si entre la date du présent projet de note en réponse et la date de règlement-livraison de l'Offre, la Société procède à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après) sous quelque forme que ce soit, qui est payée ou dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre, la Parité d'Echange sera modifiée afin de tenir compte du montant de cette Distribution. Au cas où la Société ouvrirait à ses actionnaires l'option pour le paiement d'une Distribution en actions, l'ajustement mentionné ci-dessus sera effectué en retenant comme référence le montant de la distribution par action en numéraire.

Pour les besoins de la présente section, le terme Distribution signifie le montant par action de toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves ou de primes faite par la Société après la date des présentes ou de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital, décidée après la date des présentes, et dont le bénéfice requiert d'être actionnaire à une date antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre, étant toutefois précisé que le dividende annuel dont la distribution a été décidée aux termes de la troisième résolution à titre ordinaire de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 14 juin 2011 (l'« **Assemblée Générale 2011** »), dont la date de mise en paiement est prévue le 21 juin 2011, sera réputé ne pas constituer une Distribution pour autant qu'il ne soit pas supérieur à 0,50 euro par action ouvrant droit au dividende (le « **Dividende OFI PEC 2010** »).

Tout ajustement de la Parité d'Echange sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

1.3.3 Situation des titulaires de BSAs

Dans ses décisions du 11 et du 14 juin 2010, le Gérant a décidé, en vertu de la délégation consentie dans sa 17^{ème} résolution par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 4 juin 2009, de procéder à l'émission et à l'attribution gratuite de 6.151.542 BSA1 de la Société et à l'émission de 4.393.958 actions nouvelles assorties de 3 BSA2 chacune (ensemble, les « **ABSA** ») à raison de 5 ABSA pour 7 droits préférentiels de souscription. Ces émissions ont fait l'objet d'un prospectus qui a reçu le visa n° 10-179 de l'AMF en date du 14 juin 2010. La parité d'exercice initiale permettait aux titulaires de BSAs de souscrire à 1 action OFI PEC pour 5 BSA exercés.

La parité d'exercice des BSA 1 et des BSA 2 a fait l'objet d'un ajustement, conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur et aux procédures visées dans la note d'opération ayant reçu visa de l'Autorité des marchés financiers n°10-179 en date du 14 juin 2010 (*section 4.1.9*), en suite de la distribution décidée par l'Assemblée Générale 2011 statuant à titre ordinaire, d'un montant 0,50 euro par action, prélevée à titre de dividende sur le poste "primes d'émission". Les titulaires de BSA 1 et de BSA 2 ont été informés de la nouvelle parité d'exercice des BSA 1 et des BSA 2 conformément aux stipulations de la note d'opération susvisée et aux dispositions l'article R.228-92 du Code de commerce.

A la date du présent projet de note en réponse, sur la base du nombre de BSAs en circulation au 31 mai 2011 et compte non tenu des BSAs détenus directement et indirectement par l'Initiateur à la date du présent projet de note en réponse, 2.104.766 BSA1 et 1.951.953 BSA2 sont en circulation, 5 BSA1 donnant le droit de souscrire à 1,05 Action nouvelle OFI PEC de 4,95 euros de nominal et 5 BSA2 donnant le droit de souscrire à 1,05 Action nouvelle OFI PEC de 4,95 euros de nominal pour un prix d'exercice de 11,00 euros par Action nouvelle OFI PEC à émettre.

Les BSAs ou les Actions résultant de l'exercice des BSAs pourront être apportées à l'Offre dans les conditions et sous les réserves décrites dans le projet de note d'information et le présent projet de note en réponse.

1.3.4 **Nombre, caractéristiques et origine des actions Eurazeo remises en échange dans le cadre de l'Offre**

Un maximum de 491.451 actions nouvelles Eurazeo pourra être émis dans le cadre de l'Offre en contrepartie de l'apport de tous les Titres non détenus par Eurazeo et à l'exception des Actions autodétenues, étant entendu que ce chiffre maximum prend pour hypothèse qu'aucun BSA ne serait exercé⁴.

Les actions Eurazeo à remettre en échange des Titres apportés à l'Offre seront émises par le Directoire d'Eurazeo postérieurement à la publication des résultats de l'Offre par l'AMF sur le fondement de la délégation de compétence consentie par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Eurazeo du 7 mai 2010 octroyée dans sa trentième résolution.

Le montant exact de l'augmentation de capital dépendra du nombre de Titres apportés à l'Offre et sera arrêté postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.

Les actions Eurazeo remises en échange des Titres apportés à l'Offre seront des actions ordinaires toutes de même catégorie et donnant les mêmes droits que les actions Eurazeo actuellement admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris - Compartiment A sous le code ISIN FR0000121121, mnémonique « RF » auxquelles elles seront assimilées dès leur émission.

Ces actions seront émises jouissance courante et donneront droit à tout dividende ou toute autre forme de distribution à compter de leur date d'émission. Elles auront donc droit au titre de l'exercice 2011 et au titre des exercices suivants au même dividende que celui qui pourrait être distribué aux actions anciennes.

Pour toute information complémentaire concernant les droits attachés aux actions Eurazeo, il convient de se référer au chapitre « *Informations sur la société et le capital* » du document de référence d'Eurazeo déposé auprès de l'AMF le 19 avril 2011 sous le numéro D.11-0331.

2. **AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE**

Conformément à l'article 231-19, 4° du Règlement Général de l'AMF, le Conseil de Surveillance doit exposer dans la note en réponse à l'Offre son avis motivé quant à l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le cabinet BDO, pris en la personne de Monsieur Michel Léger, a été désigné en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I, 1°, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF, par le Conseil de surveillance de la Société en date du 15 avril 2011, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, ainsi qu'examiner les conditions financières de l'éventuel retrait obligatoire qui pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont eu connaissance :

- du projet d'Offre portant sur l'ensemble des Actions et des BSA de la Société non détenus par l'Initiateur;
- du projet de note d'information à déposer par CM-CIC Securities, établissement présentateur, et qui comporte notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation de l'Offre ;
- du Protocole d'Accord du 21 avril 2011 et du Traité du 9 mai 2011 décrits respectivement aux sections 1.2.1 et 1.2.2 ci-dessus;
- du rapport précité du 8 juin 2011, rendu dans le cadre des apports préalables prévus en vertu

⁴ Dans l'hypothèse où l'ensemble des BSAs seraient exercés et que l'intégralité des Actions en résultant seraient apportées à l'Offre, 612.340 actions nouvelles Eurazeo additionnelles devront être émises.

du Traité précité, par Monsieur Dominique Ledouble, commissaires aux apports désigné par ordonnance du Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 3 mai 2011 et déposé au greffe du Tribunal de commerce de Paris le 8 juin 2011, et de la lettre adressée par ce dernier au Président du Directoire d'Eurazeo, ayant conclu que la valeur d'apport d'un montant de 103.638.632 euros n'était pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté était au moins égal à la valeur au nominal des actions à émettre par Eurazeo augmentée de la prime d'apport;

- de la lettre d'opinion financière du 14 juin 2011 de Leonardo & Co., conseil d'OFI Private Equity Capital, sollicité par le Conseil de surveillance d'OFI Private Equity Capital sur le caractère raisonnable et équilibré des termes financiers de l'OPE incluant notamment la parité d'échange;
- du rapport précité du 14 juin 2011 du Cabinet BDO, pris en la personne de Monsieur Michel Léger, désigné en qualité d'expert indépendant en application des dispositions des articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF;
- du projet de note en réponse préparé par la Société.

Sept membres sur neuf composant le Conseil de Surveillance de la Société étaient présents ou représentés, deux excusés ne participant pas à la réunion.

Monsieur Michel Léger, représentant le cabinet BDO, invité à la réunion, était présent.

Après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance, à l'unanimité des membres présents et représentés, a rendu l'avis suivant:

« Le Conseil de surveillance constate que la parité offerte par l'Initiateur dans le cadre de l'OPE, soit 10 actions Eurazeo pour 54 actions OFI Private Equity Capital et 1 action Eurazeo pour 110 BSA (de chaque catégorie) est égale à la parité retenue et consentie dans le cadre de l'apport préalable à l'OPE de 75% des actions et 79% des BSA d'OFI Private Equity Capital détenus par les principaux actionnaires de celle-ci.

Le Conseil de surveillance constate également que les actionnaires minoritaires d'OFI Private Equity Capital bénéficieront d'une liquidité accrue de leurs actions au sein d'Eurazeo.

Le Conseil de surveillance constate en outre que le cabinet BDO, pris en la personne de Monsieur Michel Léger, expert indépendant désigné par le Conseil en application des dispositions des articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, a conclu le 14 juin 2011:

"Les parités d'échange induites par les méthodes de valorisation retenues à titre principal que nous avons mises en œuvre, confirment l'équité de la parité d'échange proposée pour les actionnaires minoritaires et les porteurs de BSA.

Notons que l'actionnaire peut envisager des perspectives basées sur un portefeuille de filiales et participations beaucoup plus large.

Concernant les situations susceptibles de générer des conflits d'intérêts telles que spécifiquement prévues par le Règlement Général de l'AMF (article 261-1), il faut noter que :

- *Ainsi que nous l'avons précisé précédemment, il a été conclu le 21 avril 2011 un protocole d'accord qui détermine les termes et conditions du rapprochement entre le Groupe OFI et EURAZEO. Le protocole détermine les conditions dans lesquelles serait effectué l'apport à EURAZEO des participations détenues dans les entités du Groupe OFI par les actionnaires principaux. Il prévoit également qu'une offre publique d'échange simplifiée serait déposée, suite à la réalisation de ces apports, par EURAZEO sur les titres d'OFI PEC. Cette situation est susceptible de qualifier l'existence d'un conflit d'intérêt. Pour autant nous observons que la transaction majoritaire et l'OPE sont prévues par le protocole sans distance de date et à des conditions financières identiques pour les actionnaires minoritaires. Cette transaction ne nous paraît donc pas susceptible de remettre en cause l'équité du projet d'Offre.*

- *L'accord passé avec plusieurs dirigeants de la société visée comporte, outre l'apport qui vient d'être rappelé, un accord de conservation de titres EURAZEO sur une période de 18 mois à compter de la réalisation des apports, et le maintien en fonction de certains dirigeants du Groupe OFI au sein du groupe EURAZEO, accords qui, selon nous, ne sont pas susceptibles d'avoir des conséquences économiques ou financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'Offre.*
- *L'ensemble des actions et BSA apportés aux termes du protocole du 21 avril 2011 concerne 75% des actions d'OFI PEC et 79% des bons de souscription d'actions d'OFI PEC, ainsi que 100% de sa société de gestion et indirectement de son associé commandité. Cette transaction majoritaire est évaluée globalement 104 millions d'euros et se décompose comme suit :*
 - *75% des actions et 79% des BSA de OFI PEC pour 91,4 millions d'euros ;*
 - *OFI PE Commandité pour 2,5 millions d'euros. La valorisation d'OFI PE Commandité a été réalisée dans des conditions conformes aux dispositions statutaires de rémunération du commandité et de la convention signée avec OFI PEC le 9 mai 2007 en utilisant une méthode DCF ;*
 - *L'activité de gestion d'OFI Private Equity a été valorisée selon une approche multicritères (comparables boursiers et DCF) pour 9,7 millions d'euros.*

En outre, une simplification d'organigramme juridique du Groupe OFI a également été réalisée préalablement par voie de rachat des parts de FCPR OFIPEC 2 détenues par la MACIF et Mutavie.

Ces opérations ne sont pas significatives dans le calcul de l'ANR par action d'EURAZEO. Ces opérations sont sans incidence sur l'analyse que nous avons menée ci-avant et ne sont pas, d'après les analyses que nous avons effectuées, susceptibles d'avoir des conséquences économiques ou financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'Offre.

- *L'Offre est réalisée pour les actions et les BSA aux conditions financières de la transaction majoritaire. Elle repose sur un échange en actions nouvelles EURAZEO pour chacune des catégories de titres. La prime offerte aux BSA est particulièrement importante et s'explique par la volatilité observée sur une longue période de l'action OFI PEC et par le fait que les BSA sont aujourd'hui en dehors de la monnaie. Le mode de détermination de l'Offre n'étant pas transposable aux deux catégories d'instruments financiers visées, l'Offre faite aux actionnaires minoritaires et aux porteurs de BSA ne nous paraît donc pas susceptible de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires et les porteurs de BSA. Il faut ajouter que ces BSA de création récente ont été souscrits par les actionnaires, ou leur ont été attribués, et qu'il y a donc une forte corrélation entre les deux populations.*

EURAZEO a fait part de son intention de demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées à l'Offre, si lesdites actions ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote d'OFI PEC. Dans la mesure où le retrait obligatoire serait effectué aux mêmes conditions que celles de l'offre publique d'échange simplifiée, avec une possibilité pour les actionnaires d'OFI PEC, d'obtenir un équivalent en numéraire, ce retrait obligatoire préserverait les intérêts des actionnaires minoritaires d'OFI PEC n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre publique d'échange simplifiée. Il en est de même pour le retrait obligatoire portant sur les BSA non apportés à l'Offre.

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous estimons que les parités d'échange de 54 actions OFI PEC pour 10 actions EURAZEO et de 110 bons de souscription d'actions OFI PEC (BSA1 ou BSA2) pour 1 action EURAZEO sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL."

Le Conseil de surveillance a pris connaissance des intentions affichées par Eurazeo en matière de stratégie et de développement de l'activité, Eurazeo souhaitant s'appuyer sur une équipe de management à la qualité reconnue, dirigée par Olivier Millet, président du directoire d'OFI Private Equity, pour développer sa présence sur le marché de l'investissement dans les PME et ayant pour objectif de donner les moyens à Eurazeo PME (future dénomination d'OFI Private Equity) de développer sa capacité à investir et notamment (i) des moyens financiers lui permettant d'investir 80 à 100 millions d'euros par an et (ii) des ressources humaines renforcées en étoffant l'équipe existante et en apportant le support des équipes Eurazeo ou ses contacts.

Le Conseil de surveillance a pris acte qu'Eurazeo a l'intention de demander à l'Autorité des marchés financiers la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les actions non apportées à l'OPE, si lesdites actions ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'OFI Private Equity Capital, ainsi que la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les BSA non apportés à l'OPE, si les actions non apportées à l'OPE et les actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSA non apportés à l'OPE ne représentent pas plus de 5 % de la somme des titres de capital d'OFI Private Equity Capital existants et susceptibles d'être créés. Le Conseil de surveillance a pris acte qu'à défaut l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à une fusion.

Le Conseil de surveillance a également pris acte qu'Eurazeo réexaminera la politique de distribution de dividendes d'OFI Private Equity Capital à l'issue de l'OPE, conformément aux lois applicables et aux statuts d'OFI Private Equity Capital et en fonction de sa capacité de distribution, de ses besoins en fonds de roulement et en financement.

En matière d'emploi, le Conseil de surveillance a relevé qu'Eurazeo souhaite conserver l'équipe de gestion actuelle d'OFI Private Equity Capital afin de s'appuyer sur l'expérience et les performances d'Olivier Millet et son équipe (12 personnes au total) et considère qu'un élément clé pour le succès de cette opération est de préserver les talents ainsi que le savoir faire de l'équipe managériale et des salariés d'OFI Private Equity Capital.

Après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres présents et représentés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, considère que le projet d'OPE est dans l'intérêt d'OFI Private Equity Capital, ses actionnaires, porteurs de BSA et salariés, selon les parités proposées de 10 actions Eurazeo pour 54 actions OFI Private Equity Capital et de 1 action Eurazeo pour 110 BSA OFI Private Equity Capital.

Le Conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, recommande aux actionnaires et aux porteurs de BSA d'OFI Private Equity Capital d'apporter leurs actions et leurs BSA à l'OPE et précise que les membres du Conseil, actionnaires et/ou porteurs de BSA parties aux accords apportent leurs actions et BSA à l'Initiateur dans le cadre des apports préalables au dépôt de l'OPE et qu'OFI Private Equity Capital n'apportera pas à l'OPE les actions qu'elle auto-détient. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'OFI PEC

A la connaissance de la Société, après avoir apporté leurs Titres à l'Initiateur, les membres du Conseil de Surveillance de la Société ne détiennent aucune Action ni aucun BSA de la Société.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément aux termes du Protocole d'Accord, les Actions auto détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre, soit 148.050 Actions au 31 mai 20115. Les Actions auto détenues ne seront pas visées, par ailleurs, par le retrait obligatoire qui sera mis en œuvre par l'Initiateur si les conditions légales et réglementaires requises sont réunies.

5. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE D'OFI PEC

Non applicable.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception du Protocole d'Accord décrit à la section 1.2.1 ci-dessus et du Traité décrit à la section 1.2.2 ci-dessus, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

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

7.1 Structure et répartition du capital

Au 31 mai 2011, Le capital social d'OFI PEC s'élève à 52.205.892,75 €, divisé en 10.546.645 actions d'une valeur nominale de 4,95 € chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Postérieurement aux apports d'actions OFI PEC à l'Initiateur décrits à la section 1.2 de la présente note, au 16 juin 2011, la répartition du capital et des droits de vote de la Société (sur la base d'un capital composé, au 31 mai 2011, de 10.546.645 actions représentant 10.398.595 droits de vote exerçables) et des BSAs était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote	Nombre de BSA1	Nombre de BSA 2
Eurazeo	7.943.938	75,32	7.943.938	76,39	4.042.056	11.228.916
Public	2.454.657	23,27	2.454.657	23,61	2.104.766	1.951.953
Actions auto-détenues*	148.050	1,40	NA	NA	NA	NA
Total	10.546.645	100	10.398.595	100	6.146.822	13.180.869

* Nombre total de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général, attaché aux actions composant le capital de la Société.

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

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions ou de BSAs de la Société. Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

7.3 Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote d'OFI PEC

A la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient directement et indirectement:

- (i) 7.943.938 Actions représentant, au 31 mai 2011, 75,32% du capital social et 76,39% des droits de vote exerçables de la Société⁶ ;
- (ii) 4.042.056 BSA1 représentant 65,76% des BSA1 émis par la Société sur la base d'un nombre total de 6.146.822 BSA1 en circulation au 31 mai 2011 ; et
- (iii) 11.228.916 BSA2 représentant 85,19% des BSA2 émis par la Société sur la base d'un nombre total de 13.180.869 BSA2 en circulation au 31 mai 2011.

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant ou susceptible de détenir suite à l'exercice de leurs BSAs plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 10.546.645 Actions et de 10.398.595 droits de vote exerçables au 31 mai 2011.

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

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux à l'exception des droits attachés aux parts de la Société Commanditée dont la description figure au § 2.1.3 du le Document de référence de la Société pour l'exercice 2010 déposé auprès de l'AMF le 28 avril 2011 sous le numéro D. 11-0408.

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

Non applicable.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou de BSAs et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions ou de BSAs et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant et à la modification des statuts d'OFI PEC

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant

La Société est gérée et administrée par un ou plusieurs gérants, ayant ou non la qualité d'associé commandité. Le ou les gérants peuvent être des personnes physiques ou morales.

Les fonctions de gérant sont à durée indéterminée.

La nomination et la révocation du ou des gérant(s) sont de la compétence exclusive des associés commandités.

Les fonctions du ou des gérants prennent fin par le décès, l'incapacité, l'interdiction, le redressement ou la liquidation judiciaires, la révocation, la démission ou le dépassement de l'âge de 75 ans.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts d'OFI PEC

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

7.8 Pouvoirs du Gérant, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Gérant dispose des autorisations et délégations mentionnées ci-après, qui lui ont été conférées par l'Assemblée Générale 2011 :

Autorisation	Durée	Plafond
Autorisation donnée au Gérant, pour une durée de 18 mois, en vue de l'achat par la Société de ses propres actions (9 ^{ème} résolution)	18 mois	10 % du capital social (5 % du capital social en cas d'affectation à des opérations de croissance externe)
Délégation de compétence consentie au Gérant, pour une durée de 26 mois, à l'effet de décider de l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions, titres et/ou valeurs mobilières diverses donnant accès immédiatement et/ou à terme au capital ou à des titres de créances (24 ^{ème} résolution)	26 mois	50 000 000 euros de montant nominal (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)

Délégation de compétence consentie au Gérant, pour une durée de 26 mois, à l'effet de décider de l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription et offre au public, d'actions, titres et/ou valeurs mobilières diverses donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital ou à des titres de créances (25 ^{ème} résolution)	26 mois	50 000 000 euros de montant nominal (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)
Délégation de compétence consentie au Gérant, pour une durée de 26 mois, à l'effet de décider de l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription et placement privé, dans la limite annuelle de 20% du capital, d'actions, titres et/ou valeurs mobilières diverses donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital ou à des titres de créances (26 ^{ème} résolution)	26 mois	50 000 000 euros de montant nominal (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)
Autorisation donnée au Gérant, pour une durée de 26 mois, à l'effet d'augmenter le montant des émissions avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription en cas de demandes excédentaires (27 ^{ème} résolution)	26 mois	15 % de l'émission initiale (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)
Autorisation donnée au Gérant, pour une durée de 26 mois, en cas d'émission sans droit préférentiel de souscription, pour fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'Assemblée Générale, dans la limite annuelle de 10% du capital (28 ^{ème} résolution)	26 mois	10 % du capital social (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)
Délégation de compétence consentie au Gérant, pour une durée de 26 mois, à l'effet d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, de fusion ou d'apport, ou toute autre somme dont la capitalisation serait admise (29 ^{ème} résolution)	26 mois	Plafond de 50 000 000 euros (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)
Délégation de compétence consentie au Gérant, pour une durée de 26 mois, à l'effet d'augmenter le capital social dans la limite de 10% en vue de rémunérer des apports en nature de titres ou valeurs mobilières (30 ^{ème} résolution)	26 mois	10 % du capital social existant à la date de l'AGM (s'imputant sur le plafond global de 50 000 000 euros de montant nominal)
Autorisation donnée au Gérant, pour une durée de 18 mois, à l'effet de réduire le capital social de la Société par annulation des actions détenues en propre (32 ^{ème} résolution)	18 mois	10 % du capital social existant à la date de l'annulation
Autorisation donnée au Gérant, pour une durée de 18 mois, d'utiliser les délégations d'augmentation et de réduction du capital social en période d'offre publique visant les titres de la Société (33 ^{ème} résolution)	18 mois	N/A
Limitation globale des autorisations financières conférées sous les 24 ^{ème} , 25 ^{ème} , 26 ^{ème} , 27 ^{ème} , 28 ^{ème} , 29 ^{ème} , 30 ^{ème} et 31 ^{ème} résolutions (34 ^{ème} résolution)		

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

La Société a conclu un contrat de prêt en date du 8 mars 2011 avec la Banque Espirito Santo et de la Vénétie (BESV) d'un montant global maximum de 15.000.000 d'euros en principal, qui contient une clause de remboursement anticipé obligatoire, sans pénalités, en cas de changement de contrôle de la Société et sauf accord de la Banque Espirito Santo et de la Vénétie (BESV) concernant le maintien du prêt. A la date des présentes, la Société n'a effectué aucun tirage au titre de ce contrat de prêt.

Le contrat d'émission en date du 1er décembre 2008, tel que modifié par voie d'avenants en date des 6 et 7 septembre 2010, au titre de l'emprunt obligataire d'un montant nominal total de 30.000.000 euros à échéance du 4 décembre 2013 contenait une clause de changement de contrôle. Cet emprunt obligataire a été intégralement remboursé par la Société en principal, primes et intérêts, le 16 juin 2011.

Il est précisé que, le 16 juin 2011, la Société a conclu avec Eurazeo, postérieurement à la réalisation des Apports, un contrat de prêt d'actionnaire d'un montant maximum en principal de 5.000.000 d'euros pour une durée expirant le 31 décembre 2011, aux fins de permettre à la Société de faire face à ses futurs besoins de trésorerie le cas échéant, compte tenu de sa trésorerie disponible à cette date et du remboursement intégral par la Société, le 16 juin 2011, en principal, primes et intérêts, de l'emprunt obligataire d'un montant nominal total de 30.000.000 d'euros à échéance du 4 décembre 2013, représenté par 30.000 obligations de 10.000 euros de nominal chacune émises et souscrites en totalité le 4 décembre 2008 conformément aux termes d'un contrat d'émission en date du 1er décembre 2008, tel que modifié par voie d'avenants en date des 6 et 7 septembre 2010.

7.10 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le Gérant ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour le Gérant en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique. La Société n'a aucun salarié.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1-I et II du Règlement Général de l'AMF, le Conseil de Surveillance, le 15 avril 2011, a désigné le cabinet BDO pris en la personne de Monsieur Michel Léger en qualité d'expert indépendant. Dans le cadre de la mission qui lui a ainsi été confiée, le cabinet BDO, représenté par Monsieur Michel Léger, a rendu le 14 juin 2011 son rapport dont le contenu figure intégralement en annexe aux présentes.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société OFI PEC seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général, elles seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'OFI PEC (www.ofi-pecapital.com), au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, et pourront être obtenues sans frais auprès d'OFI PEC, 12 rue Clément Marot 75008 Paris.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT 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. »

Le Gérant, OFI Private Equity,
Représenté par M. Olivier Millet
Président du Directoire d'OFI Private Equity
Le 17 juin 2011



Offre publique visant les Actions et les BSA

d'OFI Private Equity Capital

Rapport d'expertise indépendante

(Articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers)

Sommaire :

1. PREAMBULE	20
2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	21
2.1 <i>Présentation du cabinet BDO France et des équipes</i>	21
2.2 <i>Missions de l'expert indépendant réalisées au cours des 12 derniers mois.....</i>	22
2.3 <i>Déclaration d'indépendance.....</i>	22
2.4 <i>Rémunération de l'expert indépendant.....</i>	22
2.5 <i>Diligences effectuées par l'expert.....</i>	22
3. CONTEXTE DE L'OFFRE	24
3.1 <i>OFI PEC</i>	24
3.2 <i>EURAZEO</i>	25
4. CADRE DE L'ANALYSE.....	26
4.1 <i>Offre d'échange sur les actions.....</i>	26
4.2 <i>Offre d'échange sur les BSA.....</i>	29
5. ANALYSE DE L'EQUITE	29
5.1 <i>Analyse de la transaction EURAZEO avec les actionnaires principaux d'OFI Private Equity Capital</i>	29
5.2 <i>Appréciation du nombre d'actions pris en référence pour EURAZEO et OFI Private Equity Capital</i>	30
5.2.1 <i>OFI Private Equity Capital</i>	30
5.2.2 <i>EURAZEO</i>	31
5.3 <i>Analyse de l'équité de l'offre d'échange sur les actions</i>	31
5.3.1 <i>Analyse du rapport d'échange sur la base du cours de bourse des actions.....</i>	31
5.3.1.1 <i>Appréciation des transactions sur le marché boursier des actions EURAZEO et OFI Private Equity Capital.....</i>	31
5.3.1.2 <i>Prime offerte par l'offre sur les cours de bourse.....</i>	32
5.3.2 <i>Rapport d'échange extériorisé par la valeur des actions déterminée par l'ANR</i>	33
5.3.2.1 <i>Comparaison des méthodologies de calcul de l'ANR retenues par EURAZEO et OFI Private Equity Capital.....</i>	33
5.3.2.2 <i>ANR ajustés.....</i>	34
5.3.2.3 <i>Sensibilité des valeurs d'ANR.....</i>	35
<i>Décote et prime de contrôle.....</i>	36
<i>Homogénéisation des ANR.....</i>	36
5.3.2.4 <i>Prime offerte par l'offre sur l'ANR</i>	37
5.3.3 <i>Méthode mise en œuvre à titre accessoire</i>	37
5.3.4 <i>Synthèse des éléments d'appréciation.....</i>	38
5.4 <i>Analyse de l'équité de l'offre d'échange sur les BSA OFI Private Equity Capital</i>	38
6. COMMENTAIRES SUR LE RAPPORT DE CM-CIC SECURITIES	40
7. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	40

1. Préambule

OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL (« **OFI PEC** ») et EURAZEO sont deux sociétés d'investissement indépendantes et cotées sur le marché NYSE Euronext Paris. OFI Private Equity (« **OFI PE** ») est le gérant d'OFI PEC et la société de gestion des fonds communs de placement à risques FCPR OFI PEC 1 et FCPR OFI PEC 2. OFI PE Commandité est l'associé commandité d'OFI PEC.

OFI PEC, en concertation avec ses actionnaires principaux, a initié un processus de recherche d'un partenaire en vue de conclure un rapprochement avec un autre acteur du capital investissement. Dans ce cadre, après avoir eu accès à un certain nombre de documents et informations notamment en matières comptable, financière, juridique et fiscale relatives aux Entités du Groupe OFI ainsi qu'à leurs filiales et participations, EURAZEO a fait part de son intérêt de se porter acquéreur du groupe OFI Private Equity (le « **Groupe OFI** »), constitué de la Société de Gestion OFI PE, d'OFI PE Commanditée, d'OFI PEC, des fonds communs de placement à risques FCPR OFI PEC 1 et FCPR OFI PEC 2.

A la suite des discussions entre les organes sociaux respectifs d'OFI PEC et d'EURAZEO, ainsi qu'avec ceux de MACIF, actionnaire majoritaire du Groupe OFI, il a été conclu le 21 avril 2011 un protocole d'accord qui détermine les termes et conditions du rapprochement entre le Groupe OFI et EURAZEO et notamment les conditions dans lesquelles seraient effectués (i) l'apport à EURAZEO de leurs participations détenues dans les entités du Groupe OFI par les actionnaires principaux et le rachat par OFI PEC préalablement à la réalisation de cet apport de l'intégralité des Parts A du FCPR OFI PEC 2 détenues par la MACIF et MUTAVIE avec reprise des engagements correspondants et (ii) l'offre publique d'échange simplifiée qui serait déposée, suite à la réalisation de ces apports, par EURAZEO sur les titres d'OFI PEC (l'« Offre »).

L'opération sera réalisée, après détachement des dividendes OFI PEC et EURAZEO et une fois les conditions suspensives satisfaites. L'offre publique d'échange par EURAZEO visant les actions et les BSA d'OFI PEC serait suivie d'un retrait obligatoire en cas de franchissement du seuil de 95 % du capital et des droits de vote d'OFI PEC. Si ce seuil visant les actions OFI PEC n'était pas atteint, une fusion avec EURAZEO pourrait être proposée aux actionnaires d'OFI PEC.

Les actions remises en échange par EURAZEO dans le cadre du traité d'apport et de l'offre publique d'échange seront des actions nouvelles EURAZEO.

La parité d'échange, calculée en fonction de l'ANR d'OFI PEC au 31 mars 2011, est de 10 actions EURAZEO pour 54 actions OFI PEC et de 1 action EURAZEO pour 110 BSA de chaque catégorie, parité retenue de manière identique dans l'opération d'apport et dans l'Offre, ce qui représente une prime de 14,1% par rapport au cours de bourse du 21 avril 2011 pour les actions OFI PEC, de 134,7 % sur les BSA1 et de 124,5 % pour les BSA2. La société de gestion et la société commanditée seront apportées pour environ 12 millions d'euros sur la base de 181.319 actions EURAZEO pour 10.935 actions de la société de gestion et de 47.344 actions EURAZEO pour 30.000 actions de Catégorie A de la Société Commanditée. Par ailleurs, nous avons pris connaissance du rapport du commissaire aux apports qui conclut que la valeur des apports n'est pas surévaluée et qu'il n'a pas d'observation sur les valeurs individuelles des actions de ces deux sociétés OFI PE et OFI PE Commandité composant les apports. Au total, sur la base du cours de bourse d'EURAZEO au 21 avril 2011, cette opération valorise OFI PEC, sa société de gestion et son associé commandité à 132 millions d'euros.

A l'issue de l'opération, et en supposant que tous les titres auront été apportés à l'offre publique d'échange, les actionnaires d'OFI PEC détiendront environ 3,7 % du capital d'EURAZEO. La MACIF, MUTAVIE, Finoleam et Finoleam Participation seront soumis à des engagements de conservation des titres EURAZEO sur une période de 18 mois, à compter de la réalisation des apports.

Sur le fondement de l'article 261-1 I 1°, 2°, 4° et 5° du Règlement Général de l'AMF, le cabinet BDO France – Léger & associés (ci-après « BDO France »), pris en la personne de Michel Léger, a été nommé en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance d'OFI PEC en date du 15 avril 2011, en raison des faits suivants :

- La société visée sera contrôlée, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'Offre ;
- Un ou plusieurs dirigeants de la société visée ont conclu, avec l'initiateur de l'Offre un accord ;

- Il existe des opérations connexes préalables à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur la parité ;
- L'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes.

2. Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet BDO France et des équipes

BDO France est un cabinet d'audit et de conseil. Le cabinet est une société d'expertise comptable inscrite au Tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris et de Commissariat aux comptes près la Cour d'Appel de Paris. Son siège social est situé à Paris 7^{ème}, 113 rue de l'Université.

BDO France est membre du réseau international BDO, 5ème réseau mondial d'audit et de conseil, avec plus de 47 000 collaborateurs dans 119 pays. En France, près de 500 collaborateurs, dont 52 associés, servent des clients de toutes tailles et de tous secteurs.

L'activité de BDO France inclut notamment :

- audit légal et audit contractuel
- commissariat aux apports et à la fusion
- due diligences
- conseil en maîtrise des risques et en contrôle interne
- accompagnement des transactions
- arbitrage
- expertise-comptable
- support au contentieux
- évaluation financière et évaluation d'entreprises
- expertise indépendante

Plus de détails sur BDO France sont consultables dans notre rapport de transparence : <http://www.bdo.fr/actualites/publications>

BDO France compte plusieurs experts, bénéficiant tous d'une grande expérience dans leur domaine de compétence.

La présente attestation a été réalisée par l'équipe suivante :

- Michel Léger, Président du Directoire de BDO France

Expert-comptable et Commissaire aux Comptes, Michel Léger dispose d'une expérience professionnelle de plus de 30 ans. Il a été membre du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes (H3C). Il conserve aujourd'hui de nombreuses fonctions institutionnelles : membre de la Commission Opérations Financières et Informations Financières de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ; Président d'honneur du département APE (sociétés cotées en bourse) de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) et membre du comité consultatif de l'Autorité des Normes Comptables (ANC). Il est également expert en finance d'entreprise près la Cour d'appel de Paris. Il a été agréé en tant qu'adhérent de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

- Alain Frydlender, Associé, Responsable des évaluations et Directeur de la doctrine comptable

Expert-comptable et Commissaire aux Comptes, Alain Frydlender dispose d'une expérience professionnelle de plus de 30 ans. Il a été membre du Secrétariat Général du Conseil National de la Comptabilité. Alain Frydlender est spécialiste des normes comptables internationales (IFRS) et expert en évaluation financière. Il a été agréé en tant qu'adhérent de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

- Frédéric Gasnier, Associé, spécialiste du secteur bancaire

Expert-comptable et Commissaire aux Comptes, Frédéric Gasnier dispose d'une expérience professionnelle de plus de 30 ans. Il est spécialisé dans les grandes entreprises du secteur bancaire

et financier, en particulier dans les opérations de commissariat aux apports et à la fusion. Il a une longue expérience professionnelle dans l'asset management.

- Yannick Chancerelle, Manager, dispose d'une forte spécialisation dans les missions de commissariat aux apports et à la fusion, ainsi que dans les missions d'évaluation.

La revue indépendante au sein du cabinet a été effectuée par Vincent Baillot, Vice-Président délégué de BDO France. Expert-comptable et Commissaire aux comptes, Vincent Baillot dispose d'une expérience professionnelle de plus de 30 ans. Il est Président d'honneur de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes. Il est expert près la Cour d'appel de Versailles et a une expertise dans les évaluations d'entreprises. Il a été agréé en tant qu'adhérent de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

2.2 Missions de l'expert indépendant réalisées au cours des 12 derniers mois

La création du cabinet BDO France est récente. Dans ce contexte, BDO France n'a pas réalisé en son nom d'attestation d'expertise indépendante au cours des 12 derniers mois.

Plusieurs associés issus des cabinets qui ont participé à la création de BDO France ont une compétence reconnue en matière financière et participent régulièrement à des missions d'évaluation, d'expertise judiciaire et de commissariat à la fusion. Michel Léger a émis dans les années écoulées plusieurs attestations d'expertise indépendante.

BDO France, via son entité opérationnelle BDO France – Léger et Associés, est adhérente de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants.

2.3 Déclaration d'indépendance

Michel Léger et le cabinet BDO n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF et de l'Instruction AMF N° 2006-08 du 25 juillet 2006.

Michel Léger et le cabinet BDO :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation des sociétés concernées par l'Offre au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre ;
- Ne sont pas intervenues d'une manière répétée avec les banques présentatrices.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération forfaitaire de BDO France au titre de la présente opération s'élève à 100 000 euros hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

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 du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 15 avril au 14 juin 2011 et a compris de nombreuses réunions, conférences téléphoniques, échanges de mails tant avec les représentants d'EURAZEO, d'OFI PEC ou de Leonardo & Co et CM-CIC Securities.

Au cours de nos travaux, nous avons été en contact en particulier avec :

- Olivier Millet, Président du Directoire d'OFI PE (Gérant d'OFI PEC) ;
- Elisabeth Auclair, Directeur Financier et Membre du Directoire d'OFI PE ;

- Virginie Morgon, Directeur des Investissements, Membre du Directoire d'EURAZEO ;
- Philippe Audouin, Directeur Administratif et Financier, Membre du Directoire d'EURAZEO ;
- Christophe Aubut, Directeur Comptable d'EURAZEO ;
- Nicolas Huet, Directeur Juridique d'EURAZEO ;
- Laurent Guérineau, COO EURAZEO Partners ;
- Eric Schaefer, Directeur adjoint d'EURAZEO ;

- Guillaume de Saint-Seine, Managing Director de Leonardo & Co ;
- Christophe Muyard, Director de Leonardo & Co ;
- Harold Hadjadj, Associate de Leonardo & Co ;

- Pierre Gerval, Directeur de CM-CIC Securities ;
- Françoise Etienne, Directeur de la Recherche Corporate de CM-CIC Securities ;
- Dominique Descours, Analyste Corporate de CM-CIC Securities ;
- Bruno Gahéri, Ingénieur Financier de CM-CIC Securities ;

- Guillaume Kessler, Avocat à la Cour, du cabinet Olswang ;

- Benjamin Kanovitch, Avocat à la Cour, du cabinet Bredin Prat ;
- Florence Haas, Avocat à la Cour, du cabinet Bredin Prat ;
- Alexandre Merle, Avocat à la Cour, du cabinet Bredin Prat ;

- Frédéric Ledouble, Associé du cabinet Ledouble, représentant le Commissaire aux apports ;
- et des représentants des Commissaires aux comptes des deux sociétés.

Nos entretiens ont notamment porté sur les points suivants :

- Compréhension de l'opération envisagée, avec le détail du calendrier des différentes opérations d'apport et de cessions, et des spécificités liées aux opérations intercalaires telles que distributions de dividendes et d'attribution d'actions, ou investissements / désinvestissements de participations ;
- Description de la méthodologie retenue par chaque société pour la détermination de l'ANR (Actif Net Réévalué) par action ;
- Niveau et analyse de l'évolution de la décote de l'ANR par rapport au cours de bourse pour chacune des deux sociétés ;
- Méthodes de valorisation retenues par chaque société pour leurs différentes participations ;
- Evaluation des Bons de souscription d'actions (BSA1 et BSA2) émis par OFI PEC ;
- Obtention d'informations détaillées permettant d'apprécier la parité d'échange proposée pour les actions et les BSA et de procéder à nos propres évaluations.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- Etudier les modalités de détermination de la parité d'échange des actions et BSA OFI PEC contre des actions EURAZEO dans le cadre de l'Offre projetée ;
- Analyser les informations financières publiques et mises à notre disposition (comptes, rapports de gestion, rapports des commissaires aux comptes, présentation aux analystes, communiqués de presse, détail du calcul de l'ANR ...) d'OFI PEC et d'EURAZEO ;
- Analyser les informations détaillées obtenues sur les participations détenues par chaque société ;
- Etudier les résultats obtenus concernant les travaux de l'évaluateur indépendant pour les participations non cotées détenues par EURAZEO ;
- Analyser les volumes traités et les cours de bourse des deux sociétés ;
- Obtenir les informations juridiques utiles à notre mission ;
- Procéder à notre propre évaluation multicritères de la valeur de l'action OFI PEC, de la valeur d'un BSA1 et d'un BSA2 émis par OFI PEC et de la valeur d'une action EURAZEO, en tenant compte des opérations intercalaires venant impacter chacune de ces valeurs ;
- Analyser le projet de rapport d'évaluation établi par CM-CIC Securities ;
- Obtention d'une lettre d'affirmation pour OFI PEC et pour EURAZEO ;
- Revue du projet de note d'information de l'Offre et du projet de note en réponse ;
- Rédaction du rapport ;
- Revue indépendante.

Nous avons utilisé les bases de données financières Reuters knowledge, Fininfo et Infanciais.

BDO France est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bdo.fr.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les comptes certifiés par les Commissaires aux comptes, ainsi que les documents et informations qui nous ont été communiqués par les personnes en charge de l'opération chez OFI PEC ou EURAZEO, ou par LEONARDO & CO (Banque conseil d'OFI PEC) et par CM-CIC Securities en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques ou prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à notre disposition par les sociétés et leurs conseils. Nous avons procédé à de nombreuses analyses sur la base desquelles la conclusion de ce rapport repose. Pour autant, ce rapport n'inclut pas l'exhaustivité de ces analyses. Notre rapport constitue un tout indivisible et il n'est pas possible de faire ressortir une analyse en l'isolant de ce contexte d'ensemble.

3. Contexte de l'offre

3.1 OFI PEC

En quelques années, le Groupe OFI est devenu un acteur dynamique du marché de l'investissement dans les PME, et joue un rôle d'actionnaire de long terme dans le développement de chacune de ses participations.

La gestion d'OFI PEC est orientée vers la recherche de plus-values des capitaux investis par des prises de participations dans ces sociétés, détenues avec un horizon moyen d'environ quatre à six ans. Compte tenu des règles de co-investissement avec les autres véhicules d'OFI PEC, ces prises de participations seront principalement majoritaires pour OFI PEC. OFI PEC est une société d'investissement qui a pour objectif de servir à ses actionnaires, sur une longue période, un rendement partagé entre une croissance de la valeur de ses actions et le service d'un dividende.

OFI Private Equity, gérant d'OFI PEC, est une société de gestion d'actifs agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP 97-117) pour la gestion de FCPR et de portefeuilles de capital investissement. Avec 233 M€ d'actifs sous gestion au 31 décembre 2010, OFI PEC est spécialisée dans le secteur du non coté et du LBO small cap ciblant principalement des sociétés ayant déjà fait l'objet d'un premier LBO (LBO secondaire). Elle privilégie le statut d'actionnaire majoritaire, en accompagnement d'un réinvestissement significatif de l'équipe de direction de l'entreprise, dans le cadre de son projet de développement. OFI PEC dispose d'un seul véhicule d'investissement dont la période d'investissement n'est pas clôturée : son FCPR dédié OFI PEC 2 (pour un engagement de 110 M€).

OFI Private Equity gère également trois autres véhicules d'investissements, mais dont la période d'investissement est clôturée et qui ne pourront désormais plus intervenir que lors d'opérations de réinvestissements dans leur portefeuille respectif actuel :

- le FCPR OFI PEC 1 (105 M€ de capitaux levés au 31 décembre 2010) ;
- le FCPR OFICAP (12 M€ de capitaux levés au 31 décembre 2010) ;
- le Segment Investissements Directs du FCPR OFI Europa I (6,1 M€ pour le Segment Investissements Directs) pour lequel OFI Asset Management, société de gestion du FCPR OFI Europa I depuis le 1er janvier 2008, a signé une convention de délégation de gestion avec OFI PEC.

OFI Private Equity investit de façon majoritaire dans des PME dont la valeur d'entreprise est inférieure à 150/200 millions d'euros. La société détient à ce jour un portefeuille de 10 sociétés, solidement positionnées sur leurs marchés et animées par des équipes de management expérimentées :

- six participations détenues majoritairement : Dessange, Léon de Bruxelles, Financière de Siam (Siem Supranite et The Flexitallic Group Inc.), Gault & Frémont, Mors Smitt Holdings et Fondis Electronic ;
- quatre participations détenues minoritairement : Axson Technologies, IMV Technologies, Crédirec et le Groupe Japack.

L'ANR au 31 mars 2011 tel que publié par OFI PEC ressort à 162,5M€, soit 15,41 euros par action et se répartit ainsi :

	31/03/2011		31/12/2010	
	M€	action	M€	action
Participations majoritaires	152,1	14,4	154,5	14,7
Participations minoritaires	12,0	1,1	11,5	1,1
Total Portefeuille	164,1	15,6	166,1	15,7
Trésorerie	46,0	4,4	40,5	3,8
Actif Net Réévalué	210,1	19,9	206,6	19,6
Dette financière brute	-31,3	-3,0	-40,5	-3,8
Autres actifs et passifs	-11,1	-1,0	-4,1	-0,4
Dividendes à payer	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritaires	-5,2	-0,5	-5,4	-0,5
ANR	162,5	15,41	156,6	14,85
Variation Q1/2011		+3,8%		

Pour 2011, OFI PEC a indiqué que la croissance devrait se poursuivre, avec des carnets de commandes bien remplis et l'impulsion de dirigeants ayant su organiser leurs entreprises en vue de la reprise économique. OFI PEC attend notamment d'importants axes de développement créateurs de valeur à l'international. Il existe par ailleurs des opportunités de marché à la vente et à l'achat qui vont permettre de poursuivre l'activité de manière efficace et dynamique. OFI PEC a précisé qu'elle dispose des moyens, du talent et d'une vision stratégique de long terme pour accompagner de belles PME dans leurs projets de croissance. La crise a renforcé la conviction d'OFI PEC sur le type de sociétés et de dirigeants qu'ils souhaitent accompagner, ainsi que sur la façon de les aider à créer de la valeur. Après les 12 acquisitions réalisées sur la période 2006-2008, puis l'étape de consolidation et de soutien de ces entreprises de 2009-2010, 2011 marque l'ouverture d'une nouvelle période : des opportunités de diversification de son patrimoine avec de nouveaux projets sont rendues possibles dans un contexte économique et transactionnel redevenu favorable. Ils demeurent très actifs pour soutenir le développement des entreprises : début 2011, huit projets de croissance externe étaient à l'étude, dont deux en France, trois en Grande-Bretagne, deux en Chine et un aux États-Unis.

3.2 EURAZEO

EURAZEO est une des premières sociétés d'investissement cotées en Europe, avec plus de 4 milliards d'euros d'actifs diversifiés. EURAZEO dispose de ressources importantes, d'un actionariat solide à base familiale, d'une absence d'endettement et d'un horizon d'investissement flexible qui lui permet d'accompagner les entreprises dans la durée.

EURAZEO est à ce jour l'actionnaire majoritaire ou de référence dans les sociétés Accor, ANF Immobilier, APCOA, Edenred, Elis, Europcar, Fraikin et Rexel, tout en détenant également des participations dans Banca Leonardo, Fonroche et Intercos. EURAZEO a une position d'actionnaire majoritaire ou de référence dans plus de ¾ des actifs.

L'ANR est le suivant au 31 mars 2011 :

	% dét.	Nb titres	Cours (€)	ANR au 31 mars 2011 (en M€)	Avec ANF à son ANR ANF @ 39,0 €
Investissements non cotés				1 464,3	
Investissements cotés				1 571,6	
Rexel	21,69%	56 512 714	17,11	967,0	
LT (Ipsos)	24,98%		33,98	58,3	
Accor	8,86%	20 101 821	31,71	637,5	
Edenred	8,90%	20 101 821	20,09	403,8	
Dette nette Accor/Edenred				-494,9	
Accor/Edenred net* (1)		20 101 821		546,3	
Immobilier				655,0	728,9
ANF Immobilier	59,04%	16 208 515	34,44	558,2	632,1
Colyzeo et Colyzeo 2 (1)				96,8	
Autres Titres cotés					
Danone (nantis OEA)	2,54%	16 433 370	42,60	700,0	
Dette Danone (OEA)				-700,0	
Danone net					
Autres Titres				23,1	
Eurazeo Partners				8,4	
Autres (SFGI, ...)				14,7	
Trésorerie				781,9	
Dette non affectée				-110,3	
Impôts sur les plus-values latentes et actifs d'impôt				-79,4	-94,0
Autocontrôle	3,22%	1 865 245		88,1	
Valeur totale des actifs après IS				4 394,3	4 453,7
ANR par action				75,8	76,8
Nombre d'actions				58 005 351	58 005 351

* Net des dettes affectées

(1) Les titres Accor détenus indirectement au travers des fonds Colyzeo sont classés sur la ligne relative à ces fonds

Grâce aux opérations réalisées en 2009 et 2010, EURAZEO dispose de ressources propres importantes pour poursuivre le développement des sociétés de son portefeuille et, le cas échéant, pour saisir les opportunités qui lui paraîtraient attractives.

Selon EURAZEO, les plans de développement des sociétés du Groupe permettent de viser un objectif de création de valeur de près de 2 milliards d'euros à horizon 2014 (croissance organique et externe des actifs existants et nouveaux investissements), soit une hausse de l'Actif Net Réévalué d'environ 35 euros par action.

EURAZEO a pour objectif de réaliser 2 ou 3 investissements dans les 24 mois en diversifiant son portefeuille et vise des TRI de 15 à 25 % par an selon le profil de risque de l'investissement.

4. Cadre de l'analyse

4.1 Offre d'échange sur les actions

Dans le cadre de notre analyse de l'équité, d'un point de vue financier, de la parité d'échange de 10 actions EURAZEO pour 54 actions OFI PEC qui a été proposée aux actionnaires, nous avons, conformément à la Recommandation AMF publiée le 28 septembre 2006 et modifiée le 27 juillet 2010, procédé à une analyse multicritères en utilisant les approches et méthodes suivantes :

- Une analyse de la transaction EURAZEO avec les principaux actionnaires d'OFI PEC, par laquelle les principaux actionnaires font apport à EURAZEO de leur participation dans OFI PEC (75 % des actions et 79 % des BSA), sa société de gestion et son associé commandité ;
- Une analyse de la référence offerte par les cours de bourse des actions : le cours de bourse constitue un critère pertinent d'appréciation des valeurs relatives des deux sociétés en présence dans la mesure où les cours de chacun des titres présentent un volume de transactions suffisant ;

- Une approche intrinsèque fondée sur l'ANR : le critère de l'actif net réévalué est approprié pour apprécier la valeur relative de deux entités ayant pour activité une gestion de portefeuille.
- A titre d'information, nous mettons en évidence une parité d'échange basée sur les objectifs de cours des analystes.

Dans le cadre de notre analyse nous avons dû écarter les méthodes suivantes :

- Valeur nette comptable : l'approche par comparaison de l'actif net comptable est peu susceptible de refléter la valeur du patrimoine des deux entités car il est fondé sur des valeurs historiques.

A titre d'information, le rapport des actifs nets sociaux et actifs nets sociaux retraités des événements intercalaires s'établit, respectivement au 31 décembre 2010 et au 31 mars 2011, à 5,2 et 4,9 actions OFI PEC pour 1 action EURAZEO. Sur la base des actifs nets consolidés, le rapport s'établit respectivement à 6,7 et 6,4 actions OFI PEC pour 1 action EURAZEO.

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) a été mise en œuvre. De même nature que la méthode de l'actif net, elle est plus pertinente que celle-ci.

- Discounted Cash Flow (DCF) : la méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux nets de trésorerie futurs a été écartée. Cette méthode ne nous semble pas adaptée aux sociétés en présence. En effet, les sociétés exercent une activité prépondérante de portefeuille qui génère des revenus variables dans la durée. La rotation des investissements s'effectue dans le cadre d'un cycle qui n'est pas annuel. De plus, nous ne disposons pas de plan d'affaires pour les deux sociétés en présence.

Nous avons également rejeté une évaluation par actualisation des dividendes : cette méthode n'apparaît pas pertinente dans la mesure où les résultats des sociétés ne sont pas fondés sur des éléments récurrents. En effet, la performance d'EURAZEO et d'OFI PEC dépend principalement des résultats liés aux désinvestissements et à la revalorisation du portefeuille.

Nous observons néanmoins, sur les trois derniers exercices, des distributions de dividendes relativement stables, marquant la volonté des sociétés de proposer régulièrement une distribution de dividendes. A titre indicatif, le rapport d'échange basé sur le dividende en euros par action de chaque société donnerait les primes suivantes :

		OFIPEC	Eurazeo	Rapport d'échange	Prime
Distribution	2009	0,27	1,20	4,4	-17,7%
	2010	0,27	1,20	4,4	-17,7%
	2011	0,50	2,26	4,5	-16,3%

La déconnexion des résultats affichés avec le montant du dividende distribué ne permet cependant pas de conclure sur une relative pérennité de ces derniers. Cette méthode n'a donc pas été retenue.

- Rentabilité : l'activité des sociétés ne permet pas de déterminer un niveau normatif de résultat net. Les résultats nets dégagés au titre des trois derniers exercices ont en particulier été très volatils. Dès lors, ce critère d'évaluation ne peut être utilement mis en œuvre pour déterminer les valeurs relatives des deux sociétés en présence ;
- Méthodes analogiques : les méthodes analogiques usuellement retenues n'ont pas trouvé à s'appliquer en raison de la difficulté qu'il y a à identifier des sociétés cotées comparables ou des transactions valablement comparables.

Concernant les sociétés comparables, nous observons que les stratégies d'investissement ou le positionnement des fonds varient considérablement de l'un à l'autre : investissements majoritaires ou minoritaires, spécialisation sectorielle, allocations géographiques différentes, horizons d'investissements variables. De plus, les rentabilités sont différentes et les acteurs de référence ne sont pas toujours cotés. Pour OFI PEC, une société comparable pourrait être

Altamir Amboise (IDI par exemple ne nous semble pas être une référence opportune de part les différences de stratégie d'investissement et de liquidité). La mise en œuvre d'une méthode de comparables boursiers porterait toutefois sur un nombre de références trop restreint pour assurer des résultats pertinents.

Dans la continuité des méthodes analogiques, nous avons également examiné l'approche par des transactions comparables consistant à confronter les multiples observés lors de transactions comparables récentes. Nous n'avons pas identifié de transaction récente portant sur des sociétés suffisamment similaires à OFI PEC.

Nous avons porté une attention particulière à deux opérations qui nous ont été signalées par un actionnaire minoritaire et dont les caractéristiques sont les suivantes :

- le Crédit Industriel et Commercial (CIC) a proposé en novembre 2009, de manière irrévocable, aux actionnaires d'IPO - Institut de Participations de l'Ouest, dont les actions étaient admises aux négociations sur le marché réglementé NYSE-Euronext Paris (Compartiment B), d'acquiescer la totalité des actions IPO que le CIC ne détenait pas, directement ou indirectement. Le prix de l'offre correspondait à l'ANR.

Au 30 juin 2009, le portefeuille d'IPO comportait 158 lignes de participation. L'essentiel du portefeuille était investi dans des sociétés dans lesquelles IPO détenait entre 20% et 50% du capital. Le portefeuille d'IPO était donc extrêmement diversifié et constitué de participations minoritaires. La diversification des risques se traduisait par le respect d'une politique d'investissement minoritaire, réalisé pour des montants unitaires limités, dans des secteurs d'activité diversifiés.

L'action IPO présentait un flottant de l'ordre de 18,4%. Le titre n'était suivi par aucun analyste. Sur les 12 derniers mois, les volumes d'échanges représentaient 5% du flottant. L'expert indépendant a considéré que, malgré un volume limité de titres mis à la disposition du public et échangés sur la période considérée, le cours de bourse fournissait une indication de marché sur la valeur de la société.

Par ailleurs, le CIC définissait comme suit les motifs de l'opération⁷ : « En dépit de son introduction en bourse sur le Second Marché en 1983 et de la faculté qui s'ouvrait ainsi à lui, IPO n'a pas eu besoin de recourir au marché pour financer son activité depuis l'année 1992. Les résultats mis en réserve et le réinvestissement de son dividende, régulièrement proposé aux actionnaires, lui ont suffi à financer son développement. Ce constat, conjugué à l'évolution du cours de bourse conduit à s'interroger sur l'efficience de la cotation d'une société telle qu'IPO.

De plus, aujourd'hui, les circonstances économiques se sont profondément modifiées. Pour le métier du « capital-investissement », les impacts de la crise actuelle sur les besoins des PME régionales en capitaux propres et sur la possibilité pour les investisseurs de les accompagner avant de se retourner vers le marché demeurent difficiles à anticiper et placent les sociétés qui l'exercent devant des perspectives qui restent à réévaluer. Le CIC ne peut dès lors que s'interroger sur le positionnement d'IPO dans le dispositif de « capital-investissement » de son groupe, alors même que les deux autres structures exerçant ce métier, comparable à IPO, et qu'il détient, ne sont pas cotées.

Ces considérations, auxquelles s'ajoute le coût inhérent à toute cotation, ont conduit l'initiateur à considérer que le maintien des actions IPO sur le marché réglementé ne se justifiait plus, et à proposer aux actionnaires minoritaires d'IPO une liquidité immédiate dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée... ».

Cette opération ne nous paraît pas comparable pour les raisons suivantes : OFI Private Equity détient des participations majoritaires en nombre limité. Le cours de bourse constitue selon nous une référence pertinente de la valeur de la société du fait d'un volume négocié beaucoup plus significatif. La stratégie et le contexte sont différents,

⁷ Note en réponse à l'OPAS. Visa AMF n°09-315 du 3 novembre 2009.

avec en particulier un paiement en numéraire et non en titres. En conclusion, nous rejetons la possibilité de retenir cette transaction comme comparable.

- SIPAREX CROISSANCE a initié une réduction de capital d'un montant nominal maximal de 13.875.000 euros par voie d'une offre publique de rachat d'actions en vue de leur annulation le 27 mai 2010. La BANQUE NEUFLIZE OBC, agissant pour le compte de la société, a déposé auprès de l'AMF le 28 février 2011 un projet d'offre publique de rachat d'actions en numéraire présentant une prime de 13,9 % sur le cours de clôture du 24 février 2011 et de 5,1 % sur l'actif net consolidé de la société au 31 décembre 2010, offre portant sur environ 37,8 % de son capital social au 31 décembre 2010.

Cette décision s'est inscrite dans le cadre d'une nouvelle stratégie de SIPAREX CROISSANCE avec pour objet d'aligner la gestion de la société sur celle d'un fonds de capital investissement à durée limitée, coté en bourse. Elle visait à optimiser la situation de l'actionnaire en améliorant le rendement du titre et en offrant des opportunités supplémentaires de liquidité. Les principales modalités de cette nouvelle stratégie étaient les suivantes :

- Réduction de la durée de vie de la société à 10 ans, durée de vie habituelle des Fonds Communs de Placement à Risques, à échéance 31 décembre 2014 ;
- Compte tenu de la maturité du portefeuille, distributions aux actionnaires de la trésorerie générée par les revenus du portefeuille et les cessions de participations (diminués des investissements ou réinvestissements) via des distributions de dividendes et la réalisation d'offres publiques de rachat d'actions suivies de réductions de capital ;
- Arrêt, au terme d'une courte période, des investissements de la société, à l'exception de quelques réinvestissements sur les lignes existantes du portefeuille.

Entre 2005 et 2010, 4 OPRA ont été réalisées. La société entend privilégier une politique de distribution par voie d'OPRA et ne peut donc pas garantir le versement de dividendes futurs.

Nous rejetons également cette référence qui est basée sur un portefeuille en fin de vie et qui, dans sa structuration, n'a rien à voir avec le schéma d'OPE. L'expert indépendant a dans ce cas écarté la référence au cours de bourse du fait de la faible liquidité des actions de la société.

Dans ces deux opérations, les experts indépendants ont rejeté les méthodes analogiques.

4.2 Offre d'échange sur les BSA

Dans le cadre de notre analyse de l'équité, d'un point de vue financier, de la parité d'échange proposée d'une action EURAZEO contre 110 bons de souscription d'actions OFI PEC (BSA1 ou BSA2), nous avons effectué une analyse de la référence offerte par les cours de bourse et nous avons évalué l'offre d'échange pour les BSA sur la base de leur valeur intrinsèque calculée avec le modèle d'évaluation d'options Black et Scholes. Il ne nous a pas été possible de sélectionner des bons de souscription cotés suffisamment comparables à ceux émis par OFI PEC pour procéder à une analyse par méthodes analogiques.

5. Analyse de l'équité

5.1 Analyse de la transaction EURAZEO avec les actionnaires principaux d'OFI Private Equity Capital

Préalablement à l'offre, certains actionnaires ont prévu d'apporter leurs actions et BSA dans le cadre d'un apport dont le protocole a été signé le 21 avril 2011. Le traité d'apport en nature a été conclu le 9 mai 2011. L'apport porte sur 75% des actions d'OFI PEC et 79% des bons de souscription d'actions d'OFI PEC, ainsi que sur l'acquisition de 100% de sa société de gestion et 10% de son associé commandité. La rémunération des actions, des BSA1 et BSA2 d'OFI PEC a été fixée entre les parties

comme suit (i) 1 action EURAZEO pour 5,4 actions OFI PEC, (ii) 1 action EURAZEO pour 110 BSA de chaque catégorie. L'acquisition est totalement rémunérée en actions nouvelles EURAZEO.

La référence à cette transaction est incontournable pour l'appréciation de l'Offre aux actionnaires minoritaires pour leurs actions et BSA OFI PEC. Il apparaît en effet que cette transaction est réalisée dans les conditions suivantes :

- les différentes entités du groupe MACIF, actionnaire majoritaire d'OFI PEC, se sont engagées à apporter leurs actions aux côtés d'autres actionnaires aux mêmes conditions financières ;
- l'accord ne fait pas apparaître de clause particulière qui, si tel était le cas, devrait être intégrée dans l'appréciation de la valeur retenue. Elle tient compte des distributions qui doivent intervenir avant le lancement de l'offre publique d'échange simplifiée ;
- la représentation du groupe MACIF via notamment son Directeur Général, Président du Conseil de surveillance d'OFI PEC, et d'Olivier Millet (à travers Finoleam et Finoleam Participation), Président du Directoire du Gérant d'OFI PEC, leur donnent une très bonne connaissance des perspectives de la société et par là même de l'appréciation de l'offre qui leur a été faite.

La rémunération offerte par cet accord est directement comparable à l'offre d'échange proposée aux actionnaires minoritaires. L'Offre proposée aux minoritaires est alignée sur les termes de la transaction majoritaire, qui inclut une prime de contrôle. Elle constitue donc une référence pertinente de la valeur de l'action OFI PEC et des BSA associant des parties indépendantes à une partie significative du capital.

5.2 Appréciation du nombre d'actions pris en référence pour EURAZEO et OFI Private Equity Capital

A la date de l'annonce de l'opération, EURAZEO a déjà annoncé sa proposition de distribution de dividendes et d'actions ANF. OFI PEC a procédé à l'annonce de sa distribution de dividende dans son communiqué du 26 avril 2011 sur les résultats 2010 et sur la valeur de l'ANR à la fin du 1^{er} trimestre 2011. Les modalités de distribution sont les suivantes :

- OFI PEC propose à l'Assemblée générale du 14 juin 2011 un dividende de 0,50 euro par action payé en numéraire ;
- L'assemblée générale d'EURAZEO, lors de son Assemblée générale annuelle du 18 mai 2011, a approuvé la distribution d'un dividende de 1,20 euros par action et la distribution exceptionnelle sous la forme d'une attribution d'actions de la société ANF Immobilier aux actionnaires d'EURAZEO à raison d'1 action ANF Immobilier pour 30 actions EURAZEO. La date du 26 mai 2011 a été retenue pour ces distributions.

Par ailleurs, EURAZEO a annoncé le 24 mai 2011 que le Directoire a décidé d'augmenter le capital social à compter du 26 mai 2011, par création de 2 900 267 actions nouvelles attribuées gratuitement aux actionnaires à raison d'une action nouvelle pour 20 actions anciennes.

5.2.1 OFI Private Equity Capital

OFI PEC détient des actions d'autocontrôle, soit directement soit dans le cadre d'un contrat de liquidité. OFI PEC a par ailleurs déjà procédé à deux émissions de Bons de Souscriptions d'Actions (« BSA1 » et « BSA2 » ou ensemble les « BSA ») qui sont susceptibles d'être convertis en actions ordinaires. Il n'existe pas d'autres titres donnant accès au capital de la société.

Les BSA sont cotés sur NYSE Euronext Paris. Les modalités d'exercice sont les suivantes : 5 BSA permettent de souscrire à 1 action OFI PEC pour un prix d'exercice de 11 euros ; ils sont exerçables à tout moment jusqu'au 12 juillet 2013.

Une analyse du cours de bourse des actions OFI PEC montre que les BSA n'ont jamais été dans la monnaie.

Tel que précisé précédemment, les principaux actionnaires d'OFI PEC ont décidé d'apporter à EURAZEO une part importante du nombre de BSA en circulation, de sorte qu'une fois l'apport opéré, EURAZEO détiendra une part importante des BSA en circulation.

Nous avons retenu, pour l'appréciation du rapport d'échange par les cours de bourse, un nombre d'actions correspondant à celui des actions émises soit 10 546 579, tel que précisé dans les

informations relatives au nombre total de droits de vote et d'actions au 30 avril 2011, puisque les BSA sont en dehors de la monnaie et que la dilution potentielle est prise en compte dans le cours de bourse.

Pour l'Actif Net Réévalué (ANR) par action, nous sommes partis d'un nombre d'action identique, puisque les actions d'autocontrôle sont incluses dans le calcul de l'ANR, mais nous avons tenu compte de la dilution liée à l'exercice des BSA. En effet, l'ANR par action est largement supérieur au prix d'exercice des BSA. De ce fait, dans le cadre de cette méthode, il semble pertinent de retenir une dilution qui dans le cadre de la méthode précédente du cours de bourse était déjà prise en compte par le marché et intégrée dans le cours de l'action. Nous avons en outre considéré une dilution correspondant à l'exercice de la totalité des BSA en dépit du fait qu'EURAZEO pourrait ne pas souhaiter exercer les BSA reçus en apport. Les intentions effectives de conversion de la part d'EURAZEO s'inscrivent en effet dans un contexte particulier, la société comptant acquérir la totalité des BSA dans le cadre du retrait obligatoire envisagé.

5.2.2 EURAZEO

EURAZEO détient également des actions d'autocontrôle soit directement soit dans le cadre d'un contrat de liquidité. EURAZEO a par ailleurs procédé à l'attribution d'options de souscription et d'achat d'actions. Des actions d'autocontrôle sont conservées en vue de servir certains plans de stock-options et d'attribution gratuite d'actions : la part non couverte concerne les options de souscription afférente au plan 2002. EURAZEO a annoncé le 24 mai 2011, avec effet au 26 mai 2011, la distribution d'une action gratuite pour 20 actions existantes.

Pour l'appréciation du rapport d'échange par les cours de bourse, nous avons ainsi pris en compte un nombre d'actions correspondant à celui des actions émises, soit 58 005 351, tel que précisé dans les informations relatives au nombre total de droits de vote et d'actions au 30 avril 2011. L'effet faiblement dilutif des options de souscription du plan 2002 n'a pas été retraité car il est inscrit dans le cours de bourse. Nous avons introduit les effets de la dilution liée à la distribution d'actions gratuites du 26 mai 2011. L'incidence éventuelle d'une distribution sur l'attribution d'options d'achat postérieurement au 30 avril 2011 a été négligée.

Pour l'ANR par action, nous avons tenu compte du nombre d'action retraité comme pour le calcul du cours de bourse dilué des options de souscription afférentes au plan 2002. Les actions d'autocontrôle sont également incluses dans le calcul de l'ANR.

L'essentiel de nos travaux a été réalisé en avril et mai 2011. Les informations obtenues relatives au nombre total de droits de vote et d'actions en date du 31 mai 2011 ne modifient pas le résultat de nos analyses.

5.3 Analyse de l'équité de l'offre d'échange sur les actions

5.3.1 Analyse du rapport d'échange sur la base du cours de bourse des actions

Dans le cadre de notre analyse de l'équité de l'offre d'échange sur les actions proposée aux actionnaires, d'un point de vue financier, nous avons examiné les primes qui résultent d'un échange réalisé sur la base du cours de bourse des actions.

L'offre propose une rémunération en actions EURAZEO en échange des actions OFI PEC :

- Les actions EURAZEO sont admises aux négociations sur l'Eurolist d'Euronext Paris (code RF Compartiment A, présente dans les indices SBF 120, DJ Euro Stoxx, DJ Stoxx, MSCI, Euronext 150, LPX Europe) ;
- Les actions OFI PEC sont également admises sur l'Eurolist d'Euronext Paris (code OPEC, compartiment C, présente dans les indices CAC All-Tradable, CAC Small 90, CAC Mid & Small 190 et le GAIA Index).

5.3.1.1 Appréciation des transactions sur le marché boursier des actions EURAZEO et OFI Private Equity Capital

Nous avons procédé à une analyse de la liquidité de l'action OFI PEC. Les volumes d'échange moyens des actions sont les suivants, sur la base d'un flottant représentant 25,6% du nombre d'actions composant le capital (information fournie dans le document de référence 2010 sur l'actionnariat) :

	Montant des capitaux échangés (k€)	Nombre de titres échangés	Rotation du flottant
1 mois	849	92 504	3,4%
3 mois	3 119	347 753	12,9%
6 mois	5 971	668 631	24,8%
12 mois	11 845	1 387 543	51,4%

Source Euronext
Cours de clôture par volume journalier

Du fait d'un actionariat stable important, notre analyse a écarté l'appréciation sur la rotation du capital total qui serait faible. Nous observons que la rotation du flottant est suffisante pour considérer la liquidité de l'action qui est soutenue par un contrat de liquidité : plus de la moitié du flottant a été échangé au cours de l'année 2010. De plus, 3 analystes suivent la valeur⁸.

Nous avons également procédé à une analyse de la liquidité de l'action EURAZEO. Les volumes d'échange moyens des actions sont les suivants, sur la base d'un flottant de 49,4% (information fournie dans le document de référence 2010 sur l'actionariat) :

	Montant des capitaux échangés (k€)	Nombre de titres échangés	Rotation du capital	Rotation du flottant
1 mois	102 636	1 858 005	3,2%	6,5%
3 mois	251 840	4 654 335	8,0%	16,2%
6 mois	506 937	9 212 525	15,9%	32,1%
12 mois	1 006 384	19 555 539	33,7%	68,2%

Source Euronext
Cours de clôture par volume journalier

Nous observons que la rotation du capital et du flottant est suffisante pour considérer que l'action est liquide : plus du tiers du capital et près de 70% du flottant ont été échangés au cours de l'année 2010. De plus, 10 analystes suivent la valeur⁹.

Nous estimons que le cours de bourse constitue un indicateur fiable de la valeur des actions des deux sociétés.

5.3.1.2 Prime offerte par l'offre sur les cours de bourse

Au 21 avril 2011, dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'opération, la parité basée sur les cours de bourse s'établit à 6,2 actions OFI PEC pour 1 action EURAZEO (6,0 selon le cours moyen 1 mois pondéré par les volumes).

Suite à l'annonce de l'opération, le cours de bourse d'EURAZEO a peu varié dans des volumes en ligne avec ceux constatés précédemment. Au contraire, le cours d'OFI PEC a augmenté de 12.9% dans des volumes très importants le 26 avril 2011 après l'annonce au marché en début de matinée :

	OFIPEC		EURAZEO	
	Cours	Volume	Cours	Volume
21/04/2011	9,22	1 700	56,80	55 900
26/04/2011	10,41	114 700	56,65	61 800
Variation	12,9%		-0,3%	
26/04-31/05/2011				
Minimum	10,36	1 342	53,56	34 600
Maximum	10,74	114 700	56,86	144 709

⁸ Société, communiqué du 19 mai 2010.

⁹ Source : site internet EURAZEO.

L'annonce de l'opération a été appréciée par le marché qui s'est alignée sur l'offre. Le 26 avril 2011, l'analyste financier ODDO conseille d'apporter à l'Offre.

Tel que nous le précisons ci-avant, les sociétés auront procédé à l'attribution d'un dividende ordinaire antérieurement à l'opération de rapprochement proposée. De plus, EURAZEO a décidé l'attribution d'un dividende exceptionnel et l'attribution d'actions gratuites. Il convient d'en introduire les effets dans le calcul du rapport d'échange par le cours de bourse puisque ces événements vont se traduire soit par une sortie de trésorerie soit par une augmentation du nombre d'actions dont les effets sont théoriquement une diminution du cours de l'action.

Les deux sociétés détenant des actions propres, la part de dividendes y afférente ne sera pas décaissée ; de la même manière, les actions EURAZEO faisant l'objet d'une autodétention à la date du détachement de la distribution exceptionnelle n'auront pas droit à la distribution en nature de titres ANF.

La parité sur les cours de bourse intégrant ces événements intercalaires s'établit comme suit au 21 avril 2011 :

	Cours moyen pondéré	Min	Max
Spot 21/04/2011	5,9x		
1 mois	5,8x	5,8x	5,9x
3 mois	5,8x	5,4x	5,9x
6 mois	5,9x	5,4x	6,1x
12 mois	5,8x	5,7x	6,1x

La parité sur les cours de bourse fait ainsi apparaître une prime pour les actionnaires minoritaires d'OFI PEC :

	Prime	Min	Max
Spot 21/04/2011	10,0%		
1 mois	7,3%	8,2%	9,8%
3 mois	7,6%	0,5%	9,8%
6 mois	10,0%	0,5%	12,8%
12 mois	7,6%	5,4%	12,8%

Ceci représente le caractère favorable de l'Offre qui est proposée aux actionnaires minoritaires lorsque la parité d'échange est évaluée sur la base du cours de bourse.

5.3.2 Rapport d'échange extériorisé par la valeur des actions déterminée par l'ANR

La méthode de l'ANR (Actif Net Réévalué) consiste à déterminer la valeur de l'actif économique ou valeur intrinsèque d'une société en procédant à l'évaluation de chacune des participations de son portefeuille. Elle s'apparente à une méthode par somme des parties, probante au cas d'espèce.

Toutefois, il faut noter que pour EURAZEO, contrairement à OFIPEC, il n'existe pas de société de gestion séparée. Si l'on utilisait une méthode des sommes des parties de manière complète, il conviendrait d'ajouter une estimation de cette société de gestion internalisée qui correspond au « know-how » des équipes d'EURAZEO en matière de recherches de cibles, d'aide au développement et de valorisation des investissements. La valeur d'entreprise d'EURAZEO, ainsi déterminée en y ajoutant ce « know-how », serait évidemment un peu supérieure à l'ANR dont on va faire mention dans les parties qui suivent. C'est un élément dont il faut tenir compte dans le raisonnement.

5.3.2.1 Comparaison des méthodologies de calcul de l'ANR retenues par EURAZEO et OFI Private Equity Capital

EURAZEO et OFI PEC ont adopté des méthodologies de valorisation de leur portefeuille de participations relativement homogènes bien que présentant des spécificités.

Concernant les valeurs de fonds propres retenues pour leur portefeuille de participations, nous observons que :

- L'ANR est, dans les deux cas, élaboré en conformité avec les recommandations faites par l'International Private Equity Valuation Board (IPEV) ;

- EURAZEO dispose d'un portefeuille de participations constitué de sociétés cotées ou non cotées leader sur leur marché, alors que les participations d'OFI PEC ne sont pas cotées, sont de plus petite taille et œuvrent de ce fait principalement dans des marchés de niche ;
- Les méthodes mises en œuvre par EURAZEO privilégient le cours de bourse et les méthodes analogiques (multiples de comparables boursiers éventuellement calculés sur la base de cours moyens pour lisser les effets de cycle, transactions comparables) ;
- Du fait des caractéristiques du portefeuille de participation d'OFI PEC, sa valorisation contient de nombreuses références à des transactions récentes. OFI PEC précise dans son communiqué du 26 avril 2011 que la méthodologie de valorisation utilisée pour des titres non cotés est historiquement basée sur la référence à des comparables (soit des multiples de résultats avec des comparables boursiers, soit un comparable à une transaction récente) et sur l'évaluation par des Discounted Cash Flows (méthode DCF). Les multiples de comparables boursiers subissent des décotes de liquidité comprises entre 20 et 30% [exceptionnellement 65% pour une ligne de participation minoritaire]. La cohérence des résultats obtenus en termes de multiple d'EBITDA implicite a été revue par OFI PEC et comparé aux multiples boursiers de chaque échantillon de comparables, et en particulier aux multiples d'EBITDA de prix d'achat. L'exercice de valorisation du portefeuille au 31 mars 2011 fait ressortir des multiples d'EBITDA sur le portefeuille actif, hors Fondis, entre 4,4x et 9,6x, pour une moyenne des multiples de 6,7x, à comparer au prix moyen à l'entrée en portefeuille qui est de 6,1x l'EBITDA. La moyenne des multiples sur le portefeuille majoritaire hors Fondis est de 7,9x ;
- Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, le traitement est identique : il prend en compte la dette nette de chaque participation et la dilution liée aux management packages. Précisons que l'effet dilutif lié à l'intéressement des managers est opéré en fonction des caractéristiques des plans par rapport à la création de valeur opérée au jour de l'évaluation. Dès lors, un effet relatif ou dilutif peut apparaître ultérieurement en fonction de la destruction ou de la création de valeur par rapport à cette date. Elle est cohérente avec le modèle d'activité des sociétés de portefeuille qui matérialisent la création de valeur linéairement dans le temps au travers de leur ANR.

Pour le calcul de l'ANR, EURAZEO tient compte d'une fiscalité latente contrairement à OFI PEC. Les actions d'autocontrôle sont valorisées au cours de bourse pour les deux sociétés, sauf affectation aux plans d'options ou d'achats pour EURAZEO qui les valorisent alors à leur prix d'exercice.

EURAZEO présente dans son document de référence un ANR différencié, retenant comme valorisation d'ANF Immobilier son ANR en lieu et place du cours de bourse.

Pour le calcul de l'ANR par action publié par OFI PEC, la dilution afférente aux BSA n'est pas prise en compte, la société privilégiant le cours de bourse pour apprécier l'opportunité d'exercice des BSA.

Rappelons que le calcul de l'ANR est vérifié par les Commissaires aux comptes trimestriellement pour OFI PEC et semestriellement pour EURAZEO. Les commissaires aux comptes formalisent cet examen par une attestation semestrielle spécifique. Concernant la valorisation des participations non cotées d'EURAZEO, un évaluateur indépendant effectue une revue détaillée qui a conclu au 31 décembre 2010 que les valeurs retenues par EURAZEO sont raisonnables et établies selon une méthodologie d'évaluation conforme aux recommandations de l'IPEV.

Ces observations nous conduisent, dans un premier temps, à tenir compte des événements intercalaires précisés ci-avant et à opérer des ajustements destinés à rendre homogènes les deux ANR et, dans un second temps, à analyser la sensibilité des ANR aux paramètres que nous jugeons pertinents.

5.3.2.2 ANR ajustés

Le 26 avril 2011, OFI PEC a annoncé un ANR au 31 mars 2011 de 15,41 euros par action. Le 10 mai 2011, EURAZEO a publié un ANR au 31 mars 2011 de 75,80 euros par action : cet ANR préserve, pour le portefeuille de participations non cotées, les valorisations retenues au 31 décembre 2010. Pour l'établissement de son opinion, l'évaluateur indépendant d'EURAZEO a introduit des méthodes DCF : la valorisation du portefeuille par cette méthode nous semble encore constituer une référence solide pour le calcul de l'ANR au 31 mars 2011, puisqu'il s'agit d'une méthode de valorisation à long terme dont les résultats encadrent les valeurs retenues par EURAZEO.

Les ANR publiés au 31 décembre 2010 s'élevaient à 74,80 euros par action EURAZEO et 14,85 euros par action OFI PEC.

Sur ces bases, le rapport des ANR est de 4,9 actions OFI PEC pour une action EURAZEO au 31 mars 2011 et de 5,0 au 31 décembre 2010.

Nous observons que la décote de l'ANR est beaucoup plus élevée pour OFI PEC que pour EURAZEO (moyenne de la comparaison de l'ANR à une moyenne mobile arithmétique trimestrielle du cours de bourse) :

	<u>Eurazeo</u>	<u>OFIPEC</u>	<u>Ecart</u>
Avril -> 21	-28%	-42%	13%
1er trimestre	-26%	-40%	14%
Dernier trimestre 2010	-25%	-44%	18%

L'ANR publié par les sociétés doit faire l'objet d'ajustements, liés aux opérations intercalaires mentionnées précédemment, pour être comparé de manière homogène. Il s'agit principalement :

- De la distribution du dividende ordinaire pour les deux sociétés ;
- De la distribution d'actions ANF et de la dilution pour EURAZEO sur les options de souscription émises ;
- De l'attribution gratuite d'action par EURAZEO et de la fiscalité attachée ;
- De la fiscalité latente qui n'est pas traitée de manière similaire par les deux sociétés dans le calcul de leur ANR.

Par ailleurs, des évènements intercalaires liés aux participations doivent également être soulignés :

- OFI PEC a annoncé la cession de sa participation dans Credirec le 19 mai 2011 pour 1,5 million d'euros. Les opérations de croissance externe de Dessange International et Mors Smitt, également contenues dans cette annonce, sont sans effet sur l'ANR puisqu'autofinancées ou réalisées par tirage d'un crédit bancaire au sein de ces structures. Des discussions sont en cours par les actionnaires de Financière de Siam en vue de la cession des titres du groupe. Nous avons tenu compte dans l'ANR retraité de la valeur d'entreprise de la dernière estimation du management et des frais de transactions prévus ;
- EURAZEO est entrée en négociation exclusive pour l'acquisition de la société Foncia tel qu'annoncé le 12 mai 2011. Cette acquisition est sans effet sur l'ANR puisqu'elle sera payée en trésorerie. Il en est de même de la prise de participation dans Moncler annoncé le 6 juin 2011. Par ailleurs, EURAZEO ne nous a pas informés de faits susceptibles de remettre en cause la valeur des participations non cotées.

En intégrant ces différents éléments, le rapport des ANR ajustés est de 5,2 actions OFI PEC pour une action EURAZEO. Le rapport d'échange de l'offre fait apparaître une décote de 4% sur le rapport des ANR ajustés.

5.3.2.3 Sensibilité des valeurs d'ANR

A ce stade, nous avons analysé la sensibilité de l'ANR des deux sociétés à certains paramètres que nous avons jugés pertinents concernant, toute chose égale par ailleurs, l'appréciation des valeurs d'entreprises et le niveau de décote.

En effet, il nous apparaît que les autres paramètres sont difficilement modélisables ou sont acceptables :

- Les dettes nettes prises en compte nous semblent représentatives de leurs valeurs de marché : les dettes de quasi fonds propres sont proches du taux du marché alors que les autres dettes présentent un spread sur taux variables également adapté ;
- Nous n'avons pas tenu compte des effets éventuellement relatifs ou dilutifs des management packages du fait de la singularité et de la complexité des systèmes pour chaque participation et d'un traitement homogène de ces plans par OFI PEC et EURAZEO ;
- Le traitement de la fiscalité latente applicable a été écarté car le contingentement des taux rend difficilement prévisible les modalités d'imputations ;
- Nous avons estimé un « carried interest » sur OFI PEC lié aux plus values théoriques résultant de nos différents calculs de sensibilité de l'ANR ;

- Nous n'avons pas non plus remis en cause l'absence de dilution sur les actions d'autocontrôle EURAZEO qui pourrait bénéficier des souscriptions pour racheter et annuler ses actions (treasury share method).

Dès lors, notre analyse de la sensibilité des ANR s'est focalisée sur les valeurs d'entreprises et sur les primes ou décotes qui peuvent expliquer plus significativement selon nous les variations pouvant être appréhendées.

Décote et prime de contrôle

Tel qu'indiqué précédemment, EURAZEO n'applique pas de décote et prime de contrôle, alors qu'OFI PEC applique des décotes variables.

Il est largement admis que la valeur d'une participation minoritaire dans une entreprise est inférieure à sa quote-part dans la valeur totale de cette entreprise. Une participation de contrôle est considérée comme ayant une valeur supérieure à un intérêt minoritaire en raison de la capacité du propriétaire du contrôle d'effectuer des changements dans la structure globale de l'entreprise et d'influencer les politiques de l'entreprise. Une prime de contrôle est aussi prise en compte lorsque des minorités peuvent exercer un contrôle. Inversement, une décote de minorité peut être appliquée. Il peut être tenu compte d'une décote d'illiquidité si les détenteurs d'actifs n'ont pas la capacité à convertir leurs investissements en argent comptant dans un délai raisonnable et pour un coût raisonnable et notamment s'il n'y a pas de marché. Enfin, une décote de taille, résultant de la corrélation observée entre la taille et la rentabilité des sociétés de taille comparables, peut être introduite, notamment au cas d'espèce, lorsque les données comparatives utilisées concernent des sociétés de tailles différentes.

Du fait des caractéristiques de l'activité de gestion de portefeuille d'EURAZEO et d'OFI PEC, une décote de minorité ne nous semble pas devoir être retenue, même pour un bloc minoritaire, car la cession du bloc majoritaire emporte, au cas d'espèce, celle des minoritaires liés par un pacte d'actionnaire organisant une cession conjointe. L'introduction d'une prime de contrôle ne nous semble pas opportune pour ces mêmes raisons : dans le contexte « d'intérêts contrôlant » pour chacune des lignes de participations d'EURAZEO et d'OFI PEC, elle serait sans effet sur la parité d'échange puisque la prime de contrôle devrait s'appliquer de manière similaire (avec des variations selon les secteurs d'activité ou la taille des activités)¹⁰ aux participations des deux sociétés. Concernant l'application d'une décote d'illiquidité, elle nous semble relativement négligeable car le marché est plutôt animé actuellement et la durée de désinvestissement est relativement ouverte, telle que l'attestent les discussions en cours en vue de la cession en cours de Financière de Siam ou l'entrée en négociation exclusive pour la reprise de Foncia par EURAZEO.

Nous avons centré notre analyse sur les effets de taille.

En effet :

- Le portefeuille d'OFI PEC est principalement constitué de participations majoritaires et de petite taille. OFI PEC tient compte de décotes variables qu'elle justifie principalement par la taille des sociétés ;
- La stratégie d'investissement d'EURAZEO est d'investir dans des participations de private equity avec un objectif de contrôle ou d'influence significative dans des sociétés cotées de premier plan. Les participations d'EURAZEO sont ainsi constituées de sociétés importantes leader sur leur marché.

Les sociétés retenues en comparaison en termes de multiples peuvent faire apparaître des sociétés de tailles différentes qui peuvent rendre nécessaire d'ajuster les multiples de référence.

Les décotes de taille qui ont servi à nos calculs sont issues des données publiées par Morningstar Ibbotson SBBI Valuation Yearbook.

Homogénéisation des ANR

EURAZEO retient, pour le calcul de l'ANR, la valeur boursière pour son portefeuille de participations cotées et principalement des multiples de comparables boursiers ou de transactions pour la valeur de

¹⁰ Facset MergerStat 2011

ses participations non cotées. Le résultat de ces méthodes est confronté à une valeur à long terme seulement en cas de test de valeur lorsqu'un indicateur de perte de valeur est mis en évidence.

Concernant le portefeuille de participations cotées, la référence au cours de bourse nous semble incontournable et constitue un bon indicateur de la valeur de ses participations. Il peut être envisagé pour ANF Immobilier de retenir son ANR. Concernant le portefeuille de participations non cotées, nous avons apprécié l'échantillon de sociétés comparables, les multiples et agrégats utilisés : les échantillons constitués sont pertinents, les multiples de référence peuvent être des multiples à long terme pour éviter les effets de cycle, les agrégats de référence sont des indicateurs pertinents de la rentabilité et de la génération de cash flow pour les sociétés visées. Les résultats des différentes méthodes mises en œuvre sont éventuellement pondérés pour obtenir une valeur fixe de la ligne d'investissement, pratique qui permet d'afficher une valeur d'ANR cible et non une fourchette de valeur.

OFI PEC, du fait des caractéristiques de son portefeuille de participation, retient comme valorisation soit une référence à une transaction récente (1^{ère} année), soit une pondération de multiples boursiers, transactions comparables ou DCF. A la différence d'EURAZEO, la valeur DCF est pour certaines participations incluse dans le calcul. Nous avons préservé les références à une transaction récente car l'effet de levier financier est inhérent au risque encouru sur le plan d'affaires et les objectifs de croissance à long terme trop incertains la première année. OFI PEC introduit dans sa méthode des comparables boursiers un nombre important de sociétés, justifié par l'activité de niche des participations et la relative difficulté à trouver une société vraiment comparable ; le nombre de références introduites évite une trop forte volatilité des valeurs issues de cette méthode. La méthode DCF utilise le même échantillon pour extérioriser les gearings (niveau d'endettement) ou les bêtas (sensibilité par rapport au marché actions).

Dans l'objectif de confronter des fourchettes de valorisation issues de méthodes semblables, nous n'avons retenu que les méthodes analogiques.

En effet, bien que l'évaluateur indépendant d'EURAZEO ait mis en œuvre des DCF pour apprécier les valorisations retenues par EURAZEO, un DCF n'a pas été appliqué sur toutes les lignes de participations. Pour cette comparaison, nous avons recentré les échantillons utilisés par OFI PEC, tout en préservant un nombre suffisant de références.

5.3.2.4 Prime offerte par l'offre sur l'ANR

Le rapport des ANR ajustés est de 5,2 actions OFI PEC pour une action EURAZEO. Le rapport d'échange de l'offre fait apparaître une décote de 4% sur le rapport des ANR ajustés. Les tests de sensibilité font apparaître des valeurs proches de ce rapport d'échange de 5,2 déterminé à partir des ANR ajustés.

Toutefois, si l'on tient compte du « know-how » de société de gestion déjà mentionné au 5.3.2 du présent rapport, cette décote devient encore plus faible.

5.3.3 Méthode mise en œuvre à titre accessoire

A titre d'information, nous avons mis en œuvre une méthode basée sur les cours cibles des analystes.

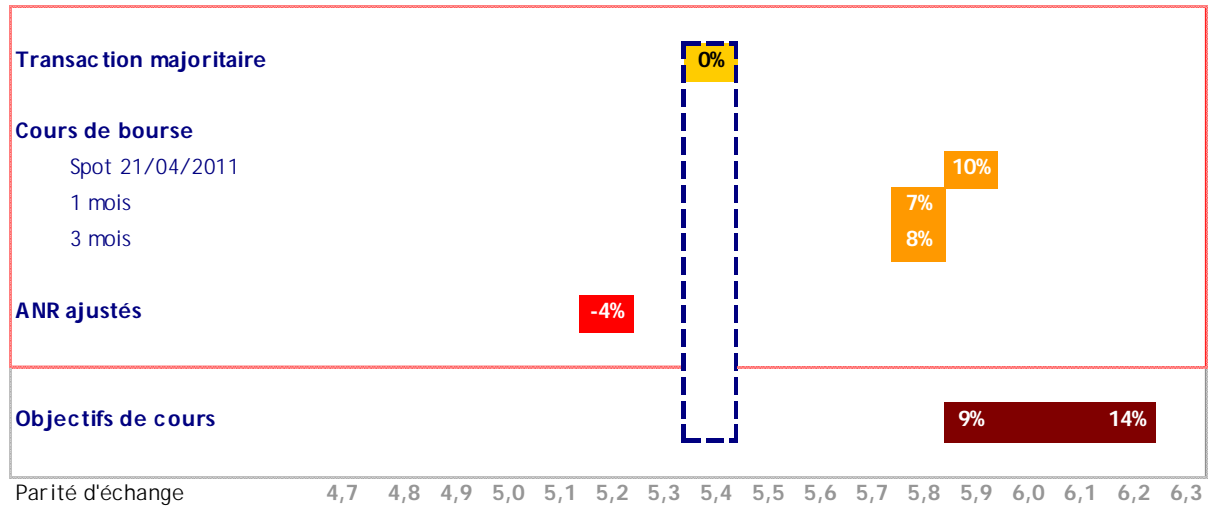
EURAZEO fait l'objet d'un suivi régulier par 10 analystes. OFI PEC n'est suivi que par 3 analystes. Nous avons recherché les analystes ayant publié un objectif de cours sur 2011 avant l'annonce de l'opération : 6 analystes ont été référencés pour EURAZEO et 2 seulement pour OFI PEC. Nous avons préservé les analystes ayant fourni un objectif de cours pour ces deux valeurs sur cette période. Le rapport d'échange est le suivant :

	OFIPEC	Eurazeo	Rapport d'échange	Prime
ODDO Sécurities	17/03/2011	25/03/2011	5,9	9,3%
Société Générale	03/02/2011	28/03/2011	6,2	14,0%

Cette méthode reste indicative en l'absence de notes de recherche plus conséquentes sur OFI PEC.

5.3.4 Synthèse des éléments d'appréciation

Le tableau qui suit présente la synthèse des éléments d'appréciation du rapport d'échange proposé découlant des méthodes utilisées à titre principal et accessoire :



Les parités d'échange, induites par les trois méthodes de valorisation retenues à titre principal, sont comprises entre 5,2 et 5,9, avec une moyenne se situant à 5,5 moins favorable aux actionnaires d'OFI PEC que l'Offre, car supérieure à la parité d'échange retenue de 5,4 actions OFI PEC pour une action EURAZEO.

La parité d'échange proposée aux actionnaires minoritaires est identique à la transaction majoritaire qui constitue une référence forte de la valeur de l'action OFI PEC. Cette transaction majoritaire comprend une prime de contrôle puisqu'elle concerne 75% des actions.

Le rapport des ANR ajustés des événements intercalaires se situe à 5,2 en bas de fourchette des parités déterminées par nos différentes méthodes de valorisation, soit un niveau plus favorable de 4% par rapport à l'Offre. Mais il faut noter que l'ANR d'EURAZEO ne tient pas compte de la valeur de la société de gestion internalisée.

L'Offre proposée aux actionnaires minoritaires est inférieure à la valeur de l'ANR d'OFI PEC. La valeur d'ANR est la valeur du contrôle de l'entreprise alors que la valeur boursière est une valeur de minoritaire. Or, nous observons que la décote d'ANR par référence au cours de bourse d'OFI PEC, corrigé de la prime sur le cours de bourse liée à l'Offre, est relativement proche des primes de contrôle observées historiquement¹¹. La décote d'ANR sur le cours de bourse d'EURAZEO est inférieure aux primes de contrôle observées historiquement.

Il convient enfin de noter que la parité de l'Offre présente une prime favorable pour les actionnaires minoritaires de 7 à 10% par rapport à des parités déterminées en fonction des cours de bourse. A titre d'information, elle est favorable de 9 à 14% par rapport à la parité d'échange induite par les objectifs de cours des analystes.

Dans ces conditions, la parité d'échange proposée par l'Offre préserve les intérêts des actionnaires minoritaires.

5.4 Analyse de l'équité de l'offre d'échange sur les BSA OFI Private Equity Capital

L'offre proposée aux détenteurs de BSA1 & BSA2 est de 110 BSA1 ou BSA2 pour une action EURAZEO. Les caractéristiques des BSA sont les suivants au 31 décembre 2010 :

¹¹ Facset MergerStat 2011

Nombre de BSA 1 en circulation 6 147 277
 Nombre de BSA 2 en circulation 13 181 094

Prix d'exercice 11,0
 Modalités de conversion 5 BSA pour 1 action
 Exerçables à tout moment jusqu'au 12/07/2013

Les cours de bourse des BSA1 & BSA2, qui sont cotés sur deux lignes distinctes sur le NYSE Euronext, ont évolué comme suit :

	Cours	
	BSA1	BSA2
Spot 18/04/2011	0,22	0,23
1 mois	0,21	0,22
3 mois	0,23	0,24
6 mois	0,26	0,23
depuis 15/07/2010	0,25	0,22
Min	0,04	0,05
Max	0,31	0,32

On observe qu'en dépit de modalités de conversion similaires, les cours sont différents. Par ailleurs, ils présentent une faible liquidité : absence de transaction régulière, faible volume. Le cours de bourse des BSA a évolué comme suit à l'annonce de l'opération :

	BSA1		BSA2	
	Cours	Volume	Cours	Volume
18/04/2011	0,22	12 504	0,23	155
26/04/2011	0,48	168 202	0,48	171 169
Variation	119,1%		109,6%	
26/04-31/05/2011				
Minimum	0,46	42	0,47	5
Maximum	0,50	168 202	0,49	171 169

L'annonce de l'opération a été appréciée par le marché qui s'est alignée sur l'Offre. On observe que le cours du BSA est passé de 0,22 euro (BSA1) ou 0,23 euro (BSA2) à 0,48 euro le 26 avril 2011 après l'annonce.

Nous avons approché la valorisation des BSA en appliquant la méthode Black et Scholes d'évaluation d'options. A cet effet, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Durée correspondant à la date limite d'exercice des BSA soit le 12 juillet 2013 ;
- Taux sans risque de 1.74% correspondant au TEC 2 ans au 31 mai 2010 ;
- Volatilité de 30% proche de la volatilité constatée sur les 24 derniers mois de l'action OFI PEC, sensibilisée à 5% autour de cette valeur centrale ;
- Rendement de l'action de 5,0%, inférieur au rendement 2011 mais supérieur au rendement constaté antérieurement. Dans le contexte d'une rotation future probable des participations et de la volonté d'OFI PEC de distribuer les produits de cession, nous retenons une référence haute par rapport à celles constatées les deux dernières années.

Nous avons retenu une valeur centrale de 10,50 euros pour le cours de l'action OFI PEC depuis l'annonce. Nous obtenons une valeur théorique du BSA comme suit :

Cours de référence	Volatilité			
	25%	30%	35%	40%
9,50	0,09	0,13	0,18	0,22
10,00	0,12	0,16	0,21	0,26
10,50	0,15	0,20	0,25	0,30
11,00	0,18	0,24	0,29	0,35
11,50	0,22	0,28	0,34	0,39

En conséquence, l'Offre est équitable pour les porteurs de BSA.

L'Offre comporte ainsi une prime conséquente pour les porteurs de BSA :

	Prime	
	BSA1	BSA2
Spot 18/04/2011	114,2%	104,9%
1 mois	120,7%	108,1%
3 mois	98,6%	86,9%
6 mois	77,1%	101,4%
depuis 15/07/2010	76,5%	96,3%
Min	979,5%	739,6%
Max	57,7%	50,9%

6. Commentaires sur le rapport de CM-CIC Securities

Conformément à l'Instruction AMF N° 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons étudié l'évaluation proposée par CM-CIC Securities. Cette analyse nous conduit à formuler les observations suivantes :

- Concernant la méthodologie.

La méthodologie retenue par la banque présentatrice ne diffère pas notablement de celle que nous avons mise en œuvre.

Tout comme nos travaux, les références à l'actif net comptable, à l'actualisation de flux ou aux méthodes analogiques ont été écartées. Nos travaux ont également été construits en retenant à titre principal la méthode du cours de bourse et de l'ANR. Les cours cibles des analystes ont aussi été utilisés à titre accessoire.

Cependant, contrairement à CM-CIC Securities, nous avons écarté l'appréciation à titre accessoire de la parité par comparaison des dividendes versés.

Enfin, nous avons introduit une analyse de sensibilité de l'ANR.

- Concernant les conclusions

Pour l'appréciation de la parité par le cours de bourse, nous avons retenu, de même que CM-CIC Securities, une référence à une période courte d'un an plus représentative de la valeur des sociétés selon nous. Le flottant pris en référence n'est pas le même (nous nous sommes basés sur les documents de référence du 31 décembre 2010) ce qui introduit un pourcentage différent de rotation des capitaux échangés sur le marché mais des conclusions similaires sur la liquidité du titre.

Nous avons également tenu compte dans la méthode de l'ANR des distributions de dividendes ordinaires ou exceptionnels ou de l'attribution gratuite d'actions par EURAZEO ainsi que des derniers événements intercalaires connus pour ajuster les ANR publiés et déterminer la parité d'échange qui en résulte.

Par rapport à l'approche de CM-CIC Securities, en plus de la méthode de l'ANR ajusté, nous avons effectué un test de sensibilité de la valorisation des participations dans le calcul de l'ANR des deux sociétés.

Concernant les BSA, le CM-CIC Securities détermine une valorisation théorique en retenant une volatilité dont la fourchette de taux est plus élevée que la nôtre.

7. Conclusion sur le caractère équitable de l'offre

A l'issue de l'opération, et en supposant que tous les titres auront été apportés à l'offre publique d'échange, les actionnaires d'OFI PEC détiendront environ 3,7 % du capital d'EURAZEO. Les frais de

transaction ne présentent pas un montant significatif par action. Les actionnaires minoritaires qui se retrouveront au capital d'EURAZEO bénéficieront d'une liquidité accrue de leurs actions. De plus, nous avons observé que la décote observée de l'ANR sur le cours de bourse est plus faible pour EURAZEO que pour OFI PEC et que le rapport d'échange vu par le cours de bourse présente une prime favorable aux actionnaires minoritaires qui participeront à l'Offre.

Avec cette acquisition, EURAZEO a annoncé qu'elle consolide sa position sur le marché du capital investissement en France et en Europe et en couvre dorénavant presque tous les segments. Au-delà de cette opportunité, qu'elle qualifie de stratégique et financière, EURAZEO s'attache une équipe de management de qualité qui exercera au sein d'une filiale contrôlée par EURAZEO mais en gardant son autonomie. Le Président du Directoire d'OFI PE, Gérant d'OFI PEC, a précisé que ce rapprochement permettra à ses équipes de se consacrer pleinement à la recherche, à la réalisation et au suivi de nouveaux investissements dans les PME tout en bénéficiant de l'expérience et du réseau d'EURAZEO. Il en consultera des synergies (de coûts de structure et de complémentarité des équipes notamment) qui confortent l'opération.

Les parités d'échange induites par les méthodes de valorisation retenues à titre principal que nous avons mises en œuvre, confirment l'équité de la parité d'échange proposée pour les actionnaires minoritaires et les porteurs de BSA.

Notons que l'actionnaire peut envisager des perspectives basées sur un portefeuille de filiales et participations beaucoup plus large.

Concernant les situations susceptibles de générer des conflits d'intérêts telles que spécifiquement prévues par le Règlement Général de l'AMF (article 261-1), il faut noter que :

- Ainsi que nous l'avons précisé précédemment, il a été conclu le 21 avril 2011 un protocole d'accord qui détermine les termes et conditions du rapprochement entre le Groupe OFI et EURAZEO. Le protocole détermine les conditions dans lesquelles serait effectué l'apport à EURAZEO des participations détenues dans les entités du Groupe OFI par les actionnaires principaux. Il prévoit également qu'une offre publique d'échange simplifiée serait déposée, suite à la réalisation de ces apports, par EURAZEO sur les titres d'OFI PEC. Cette situation est susceptible de qualifier l'existence d'un conflit d'intérêt. Pour autant nous observons que la transaction majoritaire et l'OPE sont prévues par le protocole sans distance de date et à des conditions financières identiques pour les actionnaires minoritaires. Cette transaction ne nous paraît donc pas susceptible de remettre en cause l'équité du projet d'Offre.
- L'accord passé avec plusieurs dirigeants de la société visée comporte, outre l'apport qui vient d'être rappelé, un accord de conservation de titres EURAZEO sur une période de 18 mois à compter de la réalisation des apports, et le maintien en fonction de certains dirigeants du Groupe OFI au sein du groupe EURAZEO, accords qui, selon nous, ne sont pas susceptibles d'avoir des conséquences économiques ou financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'Offre.
- L'ensemble des actions et BSA apportés aux termes du protocole du 21 avril 2011 concerne 75% des actions d'OFI PEC et 79% des bons de souscription d'actions d'OFI PEC, ainsi que 100% de sa société de gestion et indirectement de son associé commandité. Cette transaction majoritaire est évaluée globalement 104 millions d'euros et se décompose comme suit :
 - 75% des actions et 79% des BSA de OFI PEC pour 91,4 millions d'euros ;
 - OFI PE Commandité pour 2,5 millions d'euros. La valorisation d'OFI PE Commandité a été réalisée dans des conditions conformes aux dispositions statutaires de rémunération du commandité et de la convention signée avec OFI PEC le 9 mai 2007 en utilisant une méthode DCF ;
 - L'activité de gestion d'OFI Private Equity a été valorisée selon une approche multicritères (comparables boursiers et DCF) pour 9,7 millions d'euros.

En outre, une simplification d'organigramme juridique du Groupe OFI a également été réalisée préalablement par voie de rachat des parts de FCPR OFIPEC 2 détenues par la MACIF et Mutavie.

Ces opérations ne sont pas significatives dans le calcul de l'ANR par action d'EURAZEO. Ces opérations sont sans incidence sur l'analyse que nous avons menée ci-avant et ne sont pas, d'après les analyses que nous avons effectuées, susceptibles d'avoir des conséquences économiques ou financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'Offre.

- L'Offre est réalisée pour les actions et les BSA aux conditions financières de la transaction majoritaire. Elle repose sur un échange en actions nouvelles EURAZEO pour chacune des catégories de titres. La prime offerte aux BSA est particulièrement importante et s'explique par la volatilité observée sur une longue période de l'action OFI PEC et par le fait que les BSA sont aujourd'hui en dehors de la monnaie. Le mode de détermination de l'Offre n'étant pas transposable aux deux catégories d'instruments financiers visées, l'Offre faite aux actionnaires minoritaires et aux porteurs de BSA ne nous paraît donc pas susceptible de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires et les porteurs de BSA. Il faut ajouter que ces BSA de création récente ont été souscrits par les actionnaires, ou leur ont été attribués, et qu'il y a donc une forte corrélation entre les deux populations.

EURAZEO a fait part de son intention de demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées à l'Offre, si lesdites actions ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote d'OFI PEC. Dans la mesure où le retrait obligatoire serait effectué aux mêmes conditions que celles de l'offre publique d'échange simplifiée, avec une possibilité pour les actionnaires d'OFI PEC, d'obtenir un équivalent en numéraire, ce retrait obligatoire préserverait les intérêts des actionnaires minoritaires d'OFI PEC n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre publique d'échange simplifiée. Il en est de même pour le retrait obligatoire portant sur les BSA non apportés à l'Offre.

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous estimons que les parités d'échange de 54 actions OFI PEC pour 10 actions EURAZEO et de 110 bons de souscription d'actions OFI PEC (BSA1 ou BSA2) pour 1 action EURAZEO sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société OFI PRIVATE EQUITY CAPITAL.

Fait à Paris, le 14 juin 2011

L'expert indépendant

BDO France – Léger & associés

Michel Léger