

Agnès PINIOT
LEDOUBLE
8, rue Halévy
75009 PARIS

Jacques POTDEVIN
JPA
7, rue Galilée
75116 PARIS

EURAZEO S.E.

1, rue Georges Berger
75017 Paris

APPORT DES ACTIONS
DE LA SOCIÉTÉ ALPINE NEWCO
AU PROFIT DE LA SOCIÉTÉ EURAZEO S.E.

Rapport des commissaires aux apports
sur la valeur de l'apport

Apport des actions de la société Alpine NewCo au profit de la société Eurazeo S.E.

En exécution de la mission, qui nous a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 21 décembre 2017, concernant l'apport des actions de la société de droit américain Alpine NewCo (« l'apport »), consenti par ses actionnaires au profit de la société Eurazeo S.E. (« Eurazeo »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu par l'article 225-147 du Code de commerce. S'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché réglementé et conformément à la position-recommandation de l'Autorité des Marchés Financiers n°2011-11, nos travaux ont été étendus à l'appréciation de la rémunération de l'apport présenté dans un rapport distinct.

Les conditions du présent apport de titres ont été présentées dans le traité d'apport signé par les représentants des entités concernées en date du 11 avril 2018.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission.

Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées d'une part à apprécier la valeur de l'apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport, augmentée de la prime d'apport.

À aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description de l'apport
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'apport
3. Synthèse
4. Conclusion

1 Présentation de l'opération et description de l'apport

1.1 Contexte de l'opération

La présente opération d'apport s'inscrit dans le processus d'acquisition par la société Eurazeo d'une participation minoritaire dans Rhône, groupe international de capital-investissement établi à Londres et New York, qui a été annoncée le 29 novembre 2017.

Cette prise de participation intervient dans le cadre de la conclusion d'un partenariat stratégique visant à accélérer le développement de chacun de ces deux acteurs par la consolidation de leurs compétences. Ce rapprochement devrait permettre à Eurazeo de renforcer son positionnement à l'international.

Les parties ont signé un protocole d'acquisition (« **Purchase Agreement** ») en date du 28 novembre 2017 complété par un amendement qui sera signé au plus tard à la date de réalisation de l'apport au titre desquels il est prévu en substance qu'Eurazeo se porte acquéreur de 30 % des intérêts économiques du groupe Rhône et que cette prise de participation soit réalisée par les opérations concomitantes suivantes :

- la présente opération d'apport :
 - o acquisition, par voie d'apport, de l'intégralité du capital de la société Alpine NewCo, entité actuellement sans activité créée pour les besoins de l'opération, qui se sera vu apporter par des opérations préalables d'apport 85% des parts de catégorie E de la société Rhône Group L.L.C qui exerce l'activité de gestion du groupe Rhône et qui n'incluent donc pas la part des *carried interests* ou plus-values associées à la surperformance des investissements ;
 - o octroi par Eurazeo, en échange de l'apport des actions Alpine NewCo, de 2 millions de ses actions nouvellement émises ;
- l'acquisition en numéraire, pour 100 millions de dollars :
 - o par Alpine NewCo de la part résiduelle de 15% des parts de catégorie E de la société Rhône Group L.L.C ;
 - o d'une part de 30% d'une partie de l'activité de *carried interests* du groupe Rhône ;
 - o de droits politiques spécifiques.

1.2 Présentation des parties concernées par l'opération

1.2.1 Eurazeo S.E, société bénéficiaire

Eurazeo est une société européenne dont le siège social est situé 1, rue Georges Berger à Paris (75017). Elle est inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 692 030 992.

Son capital social s'élevait au 31 décembre 2017 à 220.561.157 euros, divisé en 72.315.130 actions, toutes entièrement libérées, soit une valeur nominale unitaire d'environ 3,05 euros. Les actions se répartissent à cette date en deux catégories :

- 72.290.622 actions de catégorie A (« **Actions A** ») ou actions ordinaires ;
- 24.508 actions de préférence B (« **Actions B** ») bénéficiant d'un droit à conversion en Action A.

Les Actions A sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris, sous le code ISIN FR0000121121.

Eurazeo a également consenti, au bénéfice de ses dirigeants et de ses salariés, des plans d'options d'achat d'actions et d'actions gratuites.

Eurazeo a pour objet, « *directement ou indirectement, en France et dans tous pays* :

- *la gestion de ses fonds et leur placement, à court, moyen ou long terme ;*
- *l'acquisition, la gestion et la cession, par tous moyens, de toutes participations minoritaires ou de contrôle, et plus généralement de tous titres, cotés ou non, et de tous droits mobiliers ou immobiliers, français et étrangers ;*
- *la création et l'acquisition de tous fonds d'investissement, la prise de participation dans tout fonds de cette nature ;*
- *l'acquisition, la cession, l'administration et l'exploitation, par location ou autrement, de tous immeubles, bâtis ou non bâtis, qu'elle possède, notamment dans les villes de Lyon et Marseille, ou qu'elle acquerra ou construira ;*
- *la fourniture de toutes prestations de service à tout organisme ou société dans lesquels la Société détient une participation ;*
- *l'octroi de cautions, avals et garanties afin de faciliter le financement de filiales ou de sociétés dans lesquelles la Société détient une participation ;*
- *et plus généralement toutes opérations mobilières, immobilières, financières, industrielles ou commerciales, se rattachant directement ou indirectement à l'un de ces objets ou à tout objet similaire ou connexe ».*

Eurazeo est l'un des acteurs de référence du capital investissement en Europe avec plus de 6 milliards d'euros d'actifs diversifiés sous gestion.

Eurazeo accompagne aujourd'hui plus de 35 sociétés, principalement en tant qu'actionnaire majoritaire, à travers 6 pôles d'activité, à savoir :

- Eurazeo Capital : investit prioritairement dans les sociétés dont la valorisation est supérieure à 200 millions d'euros ;
- Eurazeo PME : accompagne les petites et moyennes entreprises dans leur développement et cible des entreprises leaders sur leur marché ayant une forte capacité à réaliser des opérations de croissance externe ;
- Eurazeo Croissance : accompagne, principalement en tant qu'actionnaire minoritaire, des entreprises en pleine croissance à fort potentiel de développement ;
- Eurazeo Patrimoine : spécialisé dans l'investissement et la gestion d'actifs immobiliers ;
- Eurazeo Brands : activité lancée en mai 2017 qui investit dans des sociétés disposant d'un potentiel de croissance à l'international ;
- Eurazeo Development : plateforme spécialisée dans les relations avec les investisseurs tiers.

Eurazeo clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année et publie des comptes consolidés établis conformément au référentiel IFRS applicable dans l'Union Européenne.

1.2.2 Les apporteurs

Les apporteurs des actions Alpine NewCo (les « **Apporteurs** ») sont présentés en Annexe I du traité d'apport.

1.2.3 Alpine NewCo, société dont les titres sont apportés

Alpine NewCo est une société de droit américain (*Delaware Corporation*) immatriculée le 27 novembre 2017 dans l'État du Delaware aux États-Unis sous le numéro 6633182.

Son siège social est situé au 251 Little Falls Drive, City of Wilmington, County of New Castle, State of Delaware 19808, aux États-Unis.

Cette société, créée pour les besoins de la présente opération, dispose d'un capital autorisé de 10 dollars US divisé en 1.000 actions de 0,01 dollar US de valeur nominale chacune.

Alpine NewCo a pour objet social « *de réaliser tout acte ou activité pour lequel une corporation pourrait être valablement créée en vertu du General Corporation Law of Delaware* ».

Elle clôture son exercice social au 31 décembre de chaque année conformément au référentiel US GAAP applicable aux États-Unis.

1.2.4 Rhône

Fondé en 1996, Rhône est un groupe d'investissement américain, enregistré auprès de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Implanté aux États-Unis et en Europe, il gère aujourd'hui plus de 5 milliards d'euros d'actifs au travers de différents fonds aussi bien seul que dans le cadre des partenariats suivants :

- création en 2008 d'une *joint-venture* avec la compagnie d'assurance Generali afin de créer des véhicules d'investissement mutualisant les compétences de chacun ;
- création en 2016 d'une *joint-venture* avec la société *WeWork*, leader mondial des espaces de travail collaboratif, dans le but de capter une partie de la création de valeur attachée au modèle économique de *WeWork* fondé sur des investissements immobiliers.

Le groupe se structure autour de deux structures juridiques distinctes Rhône Group L.L.C (« **Rhône Group** ») et Rhône Capital L.L.C (« **Rhône Capital** »), enregistrées dans l'État du Delaware et de l'ensemble de leurs filiales et participations.

Rhône Group est une société de droit américain (*Delaware Limited Liability Company*) immatriculée dans l'État du Delaware aux États-Unis sous le numéro 2855112. Son siège social est situé à The Corporation Trust Company, Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, Wilmington, New Castle County, Delaware 19801, aux États-Unis.

A ce jour, les droits financiers et politiques des associés, appelés *LLC Interests* sont représentés par des parts de catégorie A à D et P¹ auxquelles sont attachés les droits, pouvoirs et obligations définis par les statuts.

La société a pour objet « (i) d'exercer les activités de gestion alternative d'actifs et de conseil financier ainsi que toute autre type d'activité sur décision du "Board of Managers" et (ii) tout autre objet autorisé par le Delaware Limited Liability Company Act (tel qu'amendé, le « Delaware Act ») ou les lois d'un Etat dans lequel Rhône Group aurait des activités ».

En tant qu'entité de gestion d'actifs de Rhône, Rhône Group perçoit les commissions remontées par les différents fonds sous gestion.

A la date du présent rapport, Rhône Group perçoit essentiellement des commissions de gestion provenant des fonds IV et V. Le fonds V a été souscrit en 2015 pour un montant global de 2,9 milliards de dollars US, dont une partie seulement est déjà investie au 31 décembre 2017.

Dans son plan d'affaires, Rhône Group anticipe la création d'un fonds VI et d'un fonds VII contribuant significativement à l'activité future de Rhône Group sur la prochaine décennie avec des objectifs de souscription respectifs de 4,5 milliards et 5 milliards de dollars US. Les fonds seront investis dans des entreprises qui ont une présence géographique étendue dans des secteurs économiques variés.

Rhône Group gère également les fonds issus des *joint-ventures* Generali et WeWork.

¹ Les parts de catégorie P ne sont pas encore en circulation à ce jour.

1.3 Opérations préalables à l'apport

Dans le cadre de la transaction, il est prévu que l'acquisition par Eurazeo de l'intégralité du capital d'Alpine NewCo par voie du présent apport soit précédée d'opérations permettant à Alpine NewCo de détenir des parts de catégorie E de Rhône Group, qui seront représentatives de la valeur attribuée à Alpine NewCo, cette société ayant été créée pour les besoins de la présente opération et ne disposant à ce jour d'aucune activité.

Ces opérations préalables seront réalisées comme suit en deux étapes :

1.3.1 Création par Rhône Group de parts de catégorie E

Les parts de catégorie E à émettre par Rhône Group (les « **Parts E Rhône Group** ») prises dans leur ensemble et dont les caractéristiques sont décrites dans le projet de *Second Amended and Restated Limited Liability Company Agreement* de Rhône Group qui sera signé au plus tard à la date de réalisation de l'apport et reprises en Annexe B1 du traité d'apport, conféreront :

- un droit financier représentatif de 30% des intérêts économiques générés par Rhône Group (revenus, plus-values et distributions de dividendes) ;
- un droit politique de désigner au maximum trois membres du *Board of Managers* (organe ayant une compétence générale de gestion de Rhône Group) et, dans la mesure où le *Board of Managers* serait composé de plus de 15 membres, possibilité de désigner d'autres membres afin de maintenir une représentation au *Board of Managers* de 23% ;
- un droit de vote restreint à certaines situations listées en Annexe B1 du traité d'apport ;
- certains droits de veto contractuels.

1.3.2 Apport à Alpine NewCo de parts E Rhône Group

Il est prévu que :

- une quote-part de 85% des Parts E Rhône Group ainsi émises (§ 1.3.1) soit apportée à Alpine NewCo ;
- en rémunération de l'apport de 85% des Parts E Rhône Group, Alpine NewCo émette 1.000 nouvelles actions ordinaires au bénéfice des Apporteurs après avoir préalablement procédé à l'annulation des 1.000 actions ordinaires émises à sa création.

Concomitamment à la réalisation de l'apport à Alpine NewCo, cette dernière procédera à l'acquisition auprès des Apporteurs du solde de 15% des Parts E Rhône Group afin de détenir la totalité des parts de cette catégorie qui seront alors représentatives des droits financiers et politiques résumés ci-avant § 1.3.1.

Dans le projet de traité d'apport à Alpine NewCo qui nous a été remis, les Parts E Rhône Group apportées ne font pas l'objet d'une valorisation spécifique.

1.3.3 Liens entre les parties concernées

À la date du présent rapport, il n'existe aucun lien capitalistique entre :

- Eurazeo et Alpine NewCo ;
- Eurazeo et les apporteurs des actions Alpine NewCo².

1.4 Description de l'opération d'apport

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport peuvent se résumer comme suit :

1.4.1 Date de réalisation de l'apport

La réalisation de l'opération interviendra à la date de constatation, par le Directoire de la société bénéficiaire, de la réalisation définitive de l'augmentation de capital et de l'émission des actions nouvelles émises en rémunération de l'apport, dans le cadre de la délégation de pouvoir qui lui a été consentie aux termes de la 20^{ème} résolution de l'assemblée générale des actionnaires en date du 12 mai 2016. Elle suivra la constatation de la levée des conditions suspensives (§ 1.4.2).

1.4.2 Conditions suspensives

Par extension, les parties ont soumis l'apport à la réalisation des mêmes conditions suspensives que celles attachées à la réalisation de la transaction globale détaillées dans le *Purchase Agreement* ; celles-ci ont été reprises en Annexe D du traité d'apport et comprennent notamment :

- la réalisation des opérations préalables présentées *supra* (§ 1.3) ;
- la remise de documents intégrant la contractualisation de l'acquisition du solde de 15% des Parts E Rhône Group afin qu'Alpine NewCo détienne la totalité des parts de cette catégorie qui seront alors représentatives des droits financiers et politiques résumés ci-avant (§ 1.3.1) ;
- la remise des rapports des commissaires aux apports relatifs à la valeur et à la rémunération de l'apport, obtenus sans réserve ;
- l'obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires.

Précisons également que par nature, l'approbation de l'apport et de l'augmentation de capital associée par le Directoire de la société bénéficiaire, constitue également un préalable à la réalisation de l'apport.

² A noter qu'une entité liée à l'un des apporteurs d'actions Alpine NewCo est susceptible de détenir une participation dans cette dernière représentant moins de 0,1% du capital.

1.4.3 Régime juridique et fiscal applicable à l'opération

Le régime juridique et fiscal de l'apport est exposé à l'article 1.2 du traité d'apport et se résume comme suit :

Régime juridique

Le présent apport sera effectué sous le régime juridique de droit commun applicable aux apports en nature aux termes des dispositions de l'article L.225-147 du Code de commerce.

Régime fiscal

En application de l'article 810-I du Code général des impôts, la société bénéficiaire de l'apport sera redevable d'un droit d'enregistrement fixe.

1.5 Description et évaluation de l'apport

1.5.1 Description de l'apport

Selon les termes du traité d'apport, les Apporteurs ont consenti à apporter à Eurazeo, l'ensemble des titres qu'ils détiennent dans le capital d'Alpine NewCo, soit 1.000 actions Alpine NewCo représentant la totalité du capital de la société.

La répartition de la valeur d'apport par Apporteur figure en annexe A du traité d'apport.

A la date réalisation de l'apport, Alpine NewCo, entité actuellement sans activité, sera détentrice au titre des opérations préalables détaillées *supra* (§ 1.3), de 85% des Parts E Rhône Group.

Conformément à l'analyse des conseils juridiques d'Eurazeo, ces parts sont représentatives économiquement de 25,5% de la valeur de Rhône Group qui exerce une activité de gestion d'actifs et des droits politiques associés.

1.5.2 Évaluation de l'apport

La présente opération porte sur l'apport de titres de participation non représentatifs du contrôle pour la société bénéficiaire de l'apport, au sens de l'article 710-2 du Règlement n° 2014-03³ de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan Comptable Général, celui-ci n'est donc pas soumis aux dispositions du titre VII dudit Règlement.

A ce titre, l'apport est donc constitutif d'un apport d'actif isolé, évalué comme un échange à la valeur vénale et sera donc réalisé sur la base de la valeur réelle des éléments apportés.

Les 1.000 actions Alpine NewCo, objet de l'apport, ont été évaluées par les parties à 148.310.280 euros (soit 148.310,28 euros par action Alpine NewCo) sur la base d'une valeur de 182.688.602,90 dollars US convertie au taux de change communiqué par Bloomberg à la clôture du marché le 9 avril 2018.

³ Après prise en compte des modifications du Règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017.

La valeur globale de l'apport a été appréciée par transparence par référence à :

- une valorisation globale de l'activité de gestion portée par Rhône Group selon la méthodologie décrite en Annexe B du traité d'apport ;
- à la quote-part d'intérêts économiques détenue par Alpine NewCo dans Rhône Group, soit 25,5% (§ 1.5.1).

1.6 Rémunération de l'apport

Pour fixer les conditions de la rémunération de l'apport, les parties ont retenu :

- la valeur réelle de l'apport selon l'approche décrite *supra* (§ 1.5.2) et ;
- la valeur réelle de l'action Eurazeo estimée par référence à l'actif net réévalué (« ANR ») par action.

En rémunération de l'apport, Eurazeo émettra 2.000.000 actions ordinaires de catégorie A nouvelles d'une valeur nominale d'environ 3,05 euros chacune, soit une augmentation de capital d'un montant de 6.100.000 euros.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 148.310.280 euros, et le montant nominal de l'augmentation de capital d'Eurazeo, soit 6.100.000 euros, constituera une prime d'apport de 142.210.280 euros.

Nos diligences sur la rémunération de l'apport font l'objet d'un rapport distinct en date du 12 avril 2018.

2 Diligences et appréciation de la valeur de l'apport

2.1 Diligences mises en œuvre par les commissaires aux apports

Notre mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société Eurazeo sur l'absence de surévaluation de l'apport consenti par les Apporteurs.

En conséquence notre mission ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier la valeur de l'apport.

Dans ce cadre, nous avons :

- contrôlé la réalité et la propriété de l'apport et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- apprécié la valeur de l'apport retenue dans le traité d'apport ;
- vérifié que la valeur réelle des titres Alpine NewCo apportés est au moins égale à la valeur globale de l'apport proposée dans le traité d'apport ;
- nous nous sommes fait assurés, jusqu'à la date de ce rapport, de l'absence de faits ou d'évènements susceptibles de remettre en cause la valeur globale de l'apport.

En particulier, nous avons :

- pris connaissance des objectifs et du contexte général de l'opération ;
- réalisé des entretiens avec les responsables des sociétés concernées et leurs conseils en charge de l'opération proposée, aussi bien au niveau opérationnel qu'au niveau financier, tant pour prendre connaissance de son contexte que pour appréhender ses modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- examiné le traité d'apport et ses annexes signé par les parties le 11 avril 2018 ;

- pris connaissance de la documentation juridique avec ses annexes établie dans le cadre de la transaction :
 - o signée par les parties le 28 novembre 2017, soit le *Purchase Agreement*, le *Framework Agreement*, le *Seller Disclosure Schedule* et le *Company Disclosure Schedule* et ;
 - o qui sera signée au plus tard à la date de réalisation de l'apport, soit l'*Amendment n°1 to Purchase Agreement* et l'*Assignment Agreement* ;
- revu la documentation juridique dans sa version définitive⁴ associée à la création d'Alpine NewCo⁵ et aux opérations préalables à l'apport intégrant (i) l'apport des Parts E Rhône Group à Alpine NewCo⁶ et (ii) la création en amont des parts E Rhône Group avec les caractéristiques associées⁷ reprises en Annexe B1 du traité d'apport ;
- analyser la documentation juridique d'Alpine NewCo à l'effet d'identifier les événements susceptibles d'avoir une incidence financière significative sur la valeur de l'apport ;
- pris connaissance de la documentation juridique attachée à la vie du groupe Rhône qui nous a été communiquée (procès-verbaux des organes de direction et de gouvernance) sans que nous ayons été en mesure d'en vérifier l'exhaustivité ;
- pris connaissance des états financiers consolidés de Rhône Group au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2016 et des comptes consolidés au 31 décembre 2017 certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel est positionné le groupe Rhône ;
- revu pour les différentes entités du groupe Rhône, les derniers⁸ états financiers ou situations comptables disponibles pour celles ne publiant pas de comptes⁹ ;
- analysé les *Service Agreements* et les *Limited Partnerships Agreements* régissant l'organisation des flux dans le groupe Rhône ;

⁴ Les dirigeants d'Alpine NewCo nous ont confirmé par lettre d'affirmation que les projets qui nous ont été remis, en sus des documents déjà signés, étaient dans leur version définitive, tels qu'ils allaient être soumis à la signature des parties concernées.

⁵ La société est créée et les documents juridiques associés à sa création sont signés.

⁶ *Contribution Agreement* qui sera signé au plus tard à la date de réalisation l'apport.

⁷ *Second Amended and Restated Limited Liability Company Agreement* de Rhône Group qui sera signé au plus tard à la date de réalisation de l'apport.

⁸ Les informations disponibles étaient selon les entités des données au 31 décembre 2016, 30 septembre 2017 ou 31 décembre 2017.

⁹ Dans le *Delaware*, les entités *Limited Liability Corporation* ou *LLC* ne sont pas tenues d'établir des comptes annuels.

- revu les travaux, menés par les conseils d'Eurazeo, de due diligence (i) comptable et financière sur les états financiers du groupe Rhône au 31 décembre 2016 et sur une situation comptable au 31 mars 2017 et (ii) juridique sur le périmètre apporté¹⁰ ;
- examiné le plan d'affaires établi par la direction de Rhône Group en mars 2017 et discuté de la pertinence des hypothèses retenues avec ses responsables et les équipes d'Eurazeo, notamment au regard des réalisations de l'exercice 2017 et des nouvelles prévisions budgétaires pour l'année 2018 ;
- obtenu de Rhône Group le niveau de souscription du fonds V et les fonds investis à ce jour ainsi que la performance du portfolio jusqu'au 31 décembre 2017 ;
- analysé les perspectives de lever des nouveaux fonds VI et VII impactant le plan d'affaires utilisé pour la valorisation de l'apport ;
- pris connaissance des travaux de valorisation du groupe Rhône réalisés par le conseil financier d'Eurazeo incluant un *Management case* de Rhône Group et un *Revised case* de la part d'Eurazeo ;
- apprécié la pertinence des approches d'évaluation retenues et des paramètres utilisés ;
- mis en œuvre d'approches adaptées de valorisation et réalisé des tests de sensibilité pour chacune des méthodes de valorisation en fonction de critères jugés pertinents.

Enfin, nous avons obtenu respectivement une lettre d'affirmation de la part des apporteurs des actions Alpine NewCo et de la direction du groupe Rhône, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission et notamment l'absence (i) de tout élément susceptible d'affecter la libre transmission des actions Alpine NewCo apportées, (ii) d'évènement de nature à remettre en cause l'évaluation de l'apport.

2.2 Appréciation de la valeur de l'apport

2.2.1 Méthode de valorisation de l'apport

La présente opération porte sur l'apport de titres de participation non représentatifs du contrôle pour la société bénéficiaire de l'apport, au sens de l'article 710-2 du Règlement n° 2014-03¹¹ de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan Comptable Général, celui-ci n'est donc pas soumis aux dispositions du titre VII dudit Règlement.

A ce titre, l'apport est donc constitutif d'un apport d'actif isolé, évalué comme un échange à la valeur vénale et sera donc réalisé sur la base de la valeur réelle des éléments apportés.

Ce mode de valorisation, requis par la réglementation comptable en vigueur, n'appelle pas de commentaire de notre part.

¹⁰ Intégrant l'analyse du périmètre du groupe Rhône et plus spécifiquement de la partie Rhône Group.

¹¹ Après prise en compte des modifications du Règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017.

2.2.2 Réalité de l'apport

L'apport est constitué de 1.000 actions de la société Alpine NewCo, représentant la totalité du capital émis de cette entité.

Ces actions auront été émises en rémunération de l'apport préalable des Parts E Rhône Group à Alpine NewCo.

A la date du présent rapport, la réalité de ces titres est donc directement liée à la réalisation effective des opérations préalables (§1.3) et de la contractualisation de la documentation juridique associée suivante qui sera signée préalablement à l'apport :

- le *Contribution Agreement* de droit américain régissant l'apport de 85% des parts E de Rhône Group à Alpine NewCo ;
- l'*Assignment Agreement* entre Rhône Group, Rhône Capital et Alpine NewCo qui gère les opérations de la transaction globale dans laquelle s'inscrit le présent apport ;
- le *Second Restated Limited Liability Company Agreement* de Rhône Group qui précise notamment les caractéristiques des Parts E Rhône Group.

Nous nous sommes assuré que la signature de cette documentation juridique était l'une des conditions suspensives de la présente opération d'apport.

Nous nous sommes fait confirmer, par lettre d'affirmation respective :

- par les Apporteurs, la détention prévue des Parts E Rhône Group et l'absence d'hypothèque, de nantissement et toute restriction dans le transfert de ces titres en particulier dans le cadre de cet apport ;
- par Rhône Group, du caractère définitif sur les points en lien avec le présent apport (i) du *Contribution Agreement* de droit américain régissant l'apport des parts E de Rhône Group à Alpine NewCo et, (ii) du *Second Restated Limited Liability Company Agreement* de Rhône Group.

2.2.3 Valeur individuelle de l'apport

S'agissant d'une opération d'apport de titres, l'analyse de la valeur individuelle de l'apport est équivalente à celle de la valeur globale.

2.2.4 Appréciation de la valeur globale de l'apport

2.2.4.1 Patrimoine d'Alpine NewCo à la date de réalisation de l'apport

A la date réalisation de l'apport, le patrimoine d'Alpine NewCo, sera composé suite aux opérations préalables détaillées *supra* (§ 1.3) de 85% des Parts E Rhône Group.

Alpine NewCo ayant été créée en novembre 2017 spécifiquement pour les besoins de la présente opération, la valeur de ses titres a été estimée par les parties par transparence avec l'évaluation des intérêts économiques portés par 85% des Parts E Rhône Group détenues.

Les conseils juridiques d'Eurazeo, nous ont confirmé que ces parts étaient représentatives économiquement de 25,5% de la valeur de Rhône Group qui exerce une activité de gestion d'actifs et des droits politiques associés.

2.2.4.2 *Appréciation des méthodes de valorisation retenues par les parties*

La valeur de Rhône Group est ainsi déterminée par les parties par transparence avec la valeur de chacune de ses activités :

- l'activité de gestion de fonds investis dans des sociétés ou « *Private Equity* », réalisée seul ou dans le cadre de partenariats (Generali), a été valorisée :
 - o à titre préférentiel, à partir d'une actualisation des flux de trésorerie futurs ;
 - o à titre de recoupement, en l'absence de *pure players* centrés uniquement sur l'activité de gestion et de transactions strictement comparables, par le biais d'une approche analogique fondée sur les comparables boursiers ;
- l'activité de gestion de fonds investis dans des actifs immobiliers dans le cadre du partenariat avec WeWork a été valorisée uniquement à partir d'une actualisation des flux de trésorerie futurs, ce partenariat ayant été mis en place récemment.

Pour déterminer la valeur de l'apport, les parties ont retenu 25,5% de la valorisation globale de Rhône Group.

Il n'a pas été tenu compte par les parties dans la valeur globale de l'apport de décote de minorité et de moindre liquidité au regard du pourcentage acquis et de l'absence de cotation d'Alpine NewCo, considérant les éléments suivants :

- le *Framework Agreement* signé par Rhône Group, Rhône Capital, Eurazeo et Alpine NewCo en date du 28 novembre 2017 offre à Eurazeo une fenêtre de liquidité pour ses actions Alpine NewCo à partir du moment où 75% des fonds levés au titre du fond V auront été investis :
 - o à compter de cette date, Eurazeo pourra ainsi demander au groupe Rhône, et ce sur une période définie, de lui racheter sa participation dans Alpine NewCo, dont une partie aura notamment été acquise au titre du présent apport en échange d'actions Eurazeo ;
 - o le prix de cession de cette participation sera déterminé par des évaluateurs tiers « *sans prise en compte de décote de minorité ou d'illiquidité* »¹² ;
- l'objectif économique des sociétés du groupe, qui nous a été exposé, est de remonter les flux générés par l'activité aux actionnaires à court terme ; à ce titre, bien que la valorisation de l'activité de gestion portée par Rhône Group ait été déterminée par référence à une approche d'actionnaire majoritaire fondée sur l'actualisation des flux, une décote de minorité censée représenter l'absence de pouvoir des actionnaires minoritaires quant à la détermination de la politique de distribution de dividendes ne trouve pas dans ce contexte précis à s'appliquer entièrement ;

¹² « *with no minority or illiquidity discount* ».

- la valeur globale de l'apport ne tient pas compte de la valeur de l'avantage fiscal ou *tax amortization benefit* dont pourra bénéficier Eurazeo au titre de l'amortissement fiscal du goodwill généré sur l'opération ;

Sur cette base, la valeur des titres Alpine NewCo apportés a été estimée par les parties à 182.688.602,90 dollars US.

Dans le cadre des opérations préalables, les Parts E Rhône Group apportées à Alpine NewCo n'ont pas donné lieu à valorisation.

Les méthodes mises en œuvre par les parties nous semblent adaptées au regard du contexte de l'opération et de l'activité valorisée.

2.2.4.3 *Approches mises en œuvre par nos soins*

Dans le cadre de nos travaux et après avoir examiné les travaux de valorisation mis en œuvre par la société bénéficiaire de l'apport, avec l'aide de ses conseils financiers, nous avons valorisé Alpine NewCo et plus particulièrement sa filiale Rhône Group en retenant deux approches :

- à titre principal, une évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *DCF* ;
- à titre secondaire une approche analogique par référence à des comparables boursiers.

Approche préférentielle : méthode intrinsèque DCF de Rhône Group

La valeur d'Alpine NewCo dépend directement de la capacité de Rhône Group à collecter des commissions sur les fonds gérés et donc du montant des fonds levés actuels et futurs ; l'approche intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie constitue l'approche préférentielle pour capter les perspectives futures de développement.

Nous nous sommes appuyés sur le plan prévisionnel établi par la direction du groupe Rhône pour les activités de gestion de fonds investis dans des sociétés ou *Private Equity* et de gestion de fonds investis dans des actifs immobiliers *via* le partenariat conclu avec WeWork.

Nous avons réalisé des analyses de sensibilité de ces prévisions aux principales hypothèses du management qui présentent un caractère incertain, notamment les anticipations de levées de capitaux ainsi que les taux de commissions de gestion perçues sur les fonds futurs.

Nous avons mené une analyse du plan d'affaires couvrant la période 2017 à 2026, fonds par fonds, et nous sommes assurés que les hypothèses définies contractuellement correspondaient aux hypothèses retenues par le management pour établir le plan d'affaires en nous appuyant sur les contrats obtenus ; s'agissant des hypothèses non définies contractuellement nous avons analysé leur cohérence au regard des résultats historiques.

Au-delà des périodes explicites de prévisions, nous avons déterminé une valeur terminale en prenant en compte une hypothèse de croissance perpétuelle des flux.

Les flux prévisionnels de trésorerie, convertis au taux EUR/USD de fin mars 2018 de 1,23, ont été actualisés à un taux reflétant le niveau de risque qui leur est attaché, estimé à partir des données de marché observées à la date de nos travaux.

Dans un premier temps, nous avons estimé le taux d'actualisation des activités sur le marché français sur la base des éléments suivants :

- taux sans risque : moyenne 12 mois des OAT 10 ans (source: Banque de France) soit 0,8% ;
- beta de l'activité : beta médian de 1,5 estimé à partir d'un échantillon de sociétés cotées comparables dans le secteur de la gestion d'actifs établi en tenant compte du poids relatif du *Private Equity* dans l'actif sous gestion¹³ ;
- prime de risque de marché : estimée par nos soins à 7,3%¹⁴ sur la base d'une rentabilité attendue du marché français de 8,1%¹⁵.

Le taux d'actualisation ainsi estimé sur le marché français a ensuite été complété par la prise en compte :

- du différentiel de risque pays entre la France et les États-Unis estimé à (0,3)% : le risque de chacun de ces pays a été établi¹⁶ à partir de son risque de crédit déterminé par référence au *spread* de CDS, pondéré par la différence de volatilité du rendement constatée historiquement entre le marché actions et le marché obligataire du pays ; et ceci afin de prendre en compte des risques autres que celui de crédit (liquidité...);
- d'une prime de risque spécifique de 1% pour tenir compte du risque de réalisation associé aux flux du plan d'affaires.

Pour les besoins de la présente analyse, le taux d'actualisation retenu dans le scénario central s'établit ainsi à 12,5%.

L'impôt associé aux flux prévisionnels de trésorerie a été calculé en tenant compte des dernières dispositions fiscales en vigueur aux États-Unis, adoptées en décembre 2017, conduisant à un taux d'impôt moyen actuel de l'ordre de 25,7%¹⁷, taux retenu pour l'ensemble de la période du plan et la détermination de la valeur terminale.

Les valeurs relatives ressortant de l'approche intrinsèque encadrent dans une fourchette resserrée la valeur de l'apport.

¹³ Par construction, ce beta peut être considéré comme un haut de fourchette pour valoriser l'activité de gestion de Rhône Group car il tient compte à la fois de l'impact de l'activité de gestion mais également du risque associé à l'activité de *carried interests* (ou revenus sur les plus-values de cession) plus aléatoire que l'activité exclusivement de gestion.

¹⁴ Rentabilité estimée de 8,1% minorée du taux sans risque de 0,8%.

¹⁵ Source : modèle Ledouble.

¹⁶ Approche proposée par A. Damodaran dans le cadre de ses travaux sur l'appréciation du risque pays.

¹⁷ Source : <https://taxfoundation.org/us-corporate-income-tax-more-competitive/> ;

Ce taux moyen :

- correspond au taux fédéral de 21% majoré d'un taux local moyen estimé à partir du taux local de chacun des États pondéré par la population de l'État ;
- s'inscrit dans la fourchette des taux combinés pour chacun des États qui oscille entre 21% et 29,5%.

Comme les parties, dont l'approche nous paraît justifiée, au cas particulier de la présente opération sur Alpine NewCo, nous n'avons pas tenu compte de :

- décote d'illiquidité sur la valorisation DCF de l'activité apportée qui en théorie trouve à s'appliquer pour tenir compte du fait que les activités valorisées ne sont pas cotées alors que les autres paramètres financiers se basent, eux, sur des données de marché ;
- décote de minorité lors de la détermination de la quote-part minoritaire de 25,5% dans la valeur de l'activité globale.

Approche de recoupement : méthode analogique par les comparables boursiers de Rhône Group

La méthode par comparables boursiers consiste à valoriser une société en déterminant un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, notamment en termes de métier, de modèle économique, de taille et d'implantation géographique.

Rappelons que l'activité apportée correspond uniquement à l'activité de gestion de Rhône Group et n'inclut donc pas la part des *carried interests* ou plus-values associées à la surperformance des investissements.

Nous n'avons pas identifié de *pure players* centrés uniquement sur l'activité de gestion et donc strictement comparables à l'activité apportée de Rhône Group. Les comparables boursiers observés sont en effet des acteurs globaux diversifiés dont la capitalisation boursière tient compte à la fois :

- au titre de leur activité de gestion, de leur capacité à lever des fonds et de se faire rémunérer au titre de leur gestion ;
- au titre de l'activité de *carried interests*, de leur capacité à générer des plus-values sur les sorties de portefeuille.

Nous nous sommes appuyés sur les multiples de FRE¹⁸ appliqués par les analystes pour valoriser l'activité de gestion¹⁹ des différentes sociétés comparables composant notre échantillon. Au regard de la forte disparité des multiples des différents acteurs, cette approche n'est présentée qu'à titre de recoupement.

Nous avons complété à titre d'information notre analyse par référence au multiple de Price²⁰/AUM²¹ ; l'échantillon de comparables sélectionné regroupant des acteurs diversifiés, leur valorisation boursière tient compte implicitement de leur capacité à générer du rendement sur leurs différentes classes d'actifs, à la fois au titre de leur activité de gestion et de *carried interests*.

Ces valeurs extériorisent un bas de fourchette. En effet, par construction, elles s'appuient sur des agrégats à court terme qui ne tiennent pas compte du potentiel de développement de l'activité associée à WeWork et de l'impact de la levée des fonds futurs.

Comme les parties, dont nous partageons l'analyse, nous n'avons pas tenu compte de décote de taille ou d'illiquidité sur les multiples ainsi établis pour Rhône Group.

¹⁸ FRE: *Fee Related Earnings (after tax)*.

¹⁹ Hors activité de *carried interests*.

²⁰ Capitalisation boursière moyenne 1 mois non pondérée par les volumes au 29 mars 2018 (*source : Bloomberg*).

²¹ AUM : *Assets Under Management*.

Nous avons exclu de notre analyse les approches d'évaluation suivantes :

Actif net comptable

Par construction, l'actif net comptable d'Alpine NewCo, société spécialement créée pour les besoins de l'opération et faisant l'objet, préalablement à la présente opération, d'un apport de parts E de Rhône Group pourrait constituer une référence de valorisation pertinente à condition que :

- l'apport à Alpine NewCo des Parts E Rhône Group ait été réalisé à la valeur réelle alors que les documents liés à l'apport à Alpine NewCo ne mentionnent aucune valeur spécifique ;
- la société ait pu, postérieurement à l'apport des Parts E Rhône Group, arrêter ses comptes ; ce qui n'est pas le cas à ce jour, Alpine NewCo n'ayant pas encore atteint la date de clôture de son premier exercice social.

Ces conditions n'étant pas remplies, l'actif net d'Alpine NewCo n'a pas été considéré comme pertinent.

Multiplés transactionnels

La méthode par comparables transactionnels consiste à valoriser une société par référence à des multiples issus d'un échantillon de transactions considérées comme comparables. Nous n'avons pas identifié de transactions, pour lesquelles l'information serait publique, portant sur des sociétés similaires en termes d'activité, de taille, d'implantation géographique à Rhône Group.

2.2.4.4 Synthèse des valorisations

Les travaux que nous avons mis en œuvre confortent la valeur globale de l'apport retenue par les parties, celle-ci s'inscrivant dans la fourchette de valeurs issue de l'approche multicritère présentée ci-avant.

3 Synthèse

3.1 Réalité de l'apport

Alpine NewCo ayant été créée en novembre 2017 spécifiquement pour les besoins de la présente opération possédera 85% des Parts E Rhône Group.

Dans la mesure où l'apport sera réalisé à l'issue d'opérations préalables déterminantes, permettant à Alpine NewCo de détenir 85% des Parts E Rhône Group, les titres qui seront apportés n'étant pas encore émis, nous pouvons nous prononcer sur la réalité de l'apport à ce jour qu'au travers de l'analyse des documents juridiques non signés, mais confirmés comme définitifs, relatifs à cette émission.

3.2 Valorisation de l'apport

Les conseils juridiques d'Eurazeo et de Rhône Group, nous ont confirmé que les 85% des Parts E Rhône Group, constitutifs du patrimoine d'Alpine NewCo à la date de réalisation de l'apport, étaient représentatifs économiquement de 25,5% des activités et de la valeur de Rhône Group qui exerce une activité de gestion d'actifs et de droits politiques associés.

Simultanément au présent apport, il est prévu qu'Alpine NewCo acquiert le solde de 15% des Parts E Rhône Group de sorte qu'Alpine NewCo en détienne l'intégralité. Cette acquisition et l'apport sont deux opérations indivisibles, leurs réalisations étant conditionnées l'une à l'autre.

Dans le contexte actuel du marché, la valeur globale de l'apport telle que retenue dans le traité d'apport en date du 11 avril 2018 est confortée par notre valorisation multicritère de l'activité de Rhône Group et par transparence des titres Alpine NewCo apportés.

Il convient de relever que la valeur globale de l'apport repose sur des estimations de la direction de Rhône Group, fondées sur des projections qui présentent, par nature, un caractère incertain.

En particulier, les activités de Rhône Group sont directement dépendantes du (i) contexte réglementaire américain, (ii) de la qualité du management de la société de gestion, (iii) du taux de change et (iv) de manière générale du contexte économique qui influe le comportement des investisseurs et leurs décisions de souscrire aux levées de fonds que les acteurs du private equity pourraient leur proposer. Par construction, l'impact sur les performances de Rhône Group, de l'évolution de ces différents paramètres ou de la survenance d'événements majeurs, non connus à ce jour, n'est pas pris en compte dans la présente valorisation, du fait de leur caractère non-prévisible et non-quantifiable.

3.3 Conditions suspensives structurantes

A la date réalisation de l'apport, le patrimoine d'Alpine NewCo, sera composé suite aux opérations préalables détaillées supra (§ 1.3) de 85% des Parts E Rhône Group.

La valeur globale de l'apport n'appelle en conséquence pas d'autres commentaires de notre part sous réserve de la levée des conditions suspensives structurantes portant sur :

- la réalisation des opérations préalables à l'apport (§ 1.3) confirmant la substance et la réalité de l'apport ;
- l'acquisition simultanée par Alpine NewCo de 15% des Parts E Rhône Group permettant à Alpine NewCo d'en détenir la totalité et de bénéficier pleinement des droits financiers et politiques qui y sont attachés.

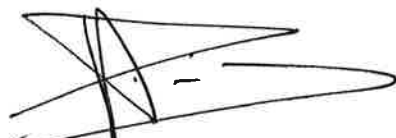
Nous rappelons qu'à défaut de levées de ces conditions, l'apport n'aurait en effet ni réalité, ni valeur.

4 Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, en considérant la levée des conditions suspensives structurantes pour la réalité et la valorisation de l'apport (§ 3.3), nous sommes d'avis que la valeur globale de l'apport, s'élevant à 148.310.280 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que celle-ci est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire augmenté de la prime d'apport. •

Paris, le 12 avril 2018

Les commissaires aux apports



Agnès PINIOT



Jacques POTDEVIN

Commissaires aux comptes
Membres de la Compagnie Régionale de Paris