

**NOTE D'INFORMATION**

PRESENTEE PAR

**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS A  
OPTION DE CONVERSION ET/OU D'ECHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES (OCEANES) DE LA  
SOCIETE SOLVING EFESO INITIEE PAR LA SOCIETE PARTNERS IN ACTION**

En application de l'article L.621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») a apposé le visa n°10-267 en date du 20 juillet 2010 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Solving Efeso International et engage la responsabilité de ses signataires.

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

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Solving Efeso International ([www.solvingefeso.com](http://www.solvingefeso.com)), et mis gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, 144 avenue des Champs Elysées, 75008 Paris.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Solving Efeso International requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

Un avis financier sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## TABLE DES MATIERES

|                                                                                                                                                                                                                                                     |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. CONTEXTE DE L'OFFRE.....</b>                                                                                                                                                                                                                  | <b>3</b>  |
| 1.1. Rappel des conditions de l'offre                                                                                                                                                                                                               | 3         |
| 1.2. Accord avec Argos Soditic                                                                                                                                                                                                                      | 3         |
| <b>2. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....</b>                                                                                                                                      | <b>7</b>  |
| <b>3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....</b>                                                                                                                                                                                                  | <b>8</b>  |
| 3.1. Structure du capital de la Société                                                                                                                                                                                                             | 8         |
| 3.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Solving Efeso dont elle a connaissance                                                                                                                                             | 13        |
| 3.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de la Société                      | 13        |
| 3.4. Détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux sur Solving Efeso et description de ceux-ci                                                                                                                                    | 13        |
| 3.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier                                                                                            | 13        |
| 3.6. Accords entre actionnaires dont Solving Efeso a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de Solving Efeso                                                              | 13        |
| 3.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire et du Conseil de surveillance                                                                                                                                  | 14        |
| 3.8. Règles relatives à la modification des statuts de Solving Efeso                                                                                                                                                                                | 14        |
| 3.9. Pouvoirs du Directoire, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat d'actions                                                                                                                                                            | 14        |
| 3.10. Accords conclus par Solving Efeso qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Solving Efeso                                                                                                                         | 15        |
| 3.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou du Conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique | 15        |
| <b>4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....</b>                                                                                                                                                                                                      | <b>17</b> |
| 4.1. Rapport en date du 28 juin 2010                                                                                                                                                                                                                | 17        |
| 4.2. Note complémentaire en date du 9 juillet 2010                                                                                                                                                                                                  | 57        |
| <b>5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE .....</b>                                                                                                                                                                                              | <b>59</b> |
| <b>6. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIETE.....</b>                                                                                                                                                                                                   | <b>61</b> |
| <b>7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE .....</b>                                                                                                                                                                          | <b>62</b> |

## 1. CONTEXTE DE L'OFFRE

### 1.1. Rappel des conditions de l'offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 232-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société PARTNERS IN ACTION, société anonyme à directoire et conseil de surveillance de droit français, au capital de 3.787.000 euros, dont le siège social est 14, rue de Bassano, 75785 Paris Cedex 16, immatriculée sous le numéro unique d'identification 522 945 005 RCS Paris, (ci-après « **Partners in Action** » ou « **l'Initiateur** » ou le « **Holding** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer (i) aux actionnaires de la société SOLVING EFESO INTERNATIONAL, société anonyme à directoire et conseil de surveillance de droit français, au capital de 5.117.141,27 euros, dont le siège social est 144 avenue des Champs Elysées 75008 Paris, immatriculée sous le numéro unique d'identification 328 153 481 RCS Paris (ci-après « **Solving Efeso** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext sous le code FR0004500106, d'acquérir la totalité de leurs actions Solving Efeso au prix de 1,70 euro par action et (ii) aux détenteurs d'Océanes émises par la Société, d'acquérir la totalité de leurs Océanes au prix de 10,53 euros par Océane (coupon octobre 2010 attaché) dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre vise la totalité des 8.069.269 actions émises par la Société dont l'Initiateur n'est pas propriétaire à la date de l'ouverture de l'Offre et la totalité des 1.244.801 Océanes émises par la Société dont l'Initiateur n'est pas propriétaire à la date de l'ouverture de l'Offre.

L'Offre vise également les actions qui pourraient provenir de l'exercice des 107.245 options de souscription existantes à la date de la présente note d'information en réponse, ainsi que les actions qui pourraient provenir de l'exercice des 1.244.801 Océanes. En conséquence, le nombre maximum d'actions de la Société pouvant être apportées dans le cadre de l'Offre pourra être porté à 9.421.315 actions en cas d'exercice de la totalité des options de souscription et des Océanes, étant néanmoins précisé qu'aucun de ces titres n'est dans la monnaie par rapport au prix proposé dans le cadre de l'Offre, ce qui signifie, qu'à la date de la présente note d'information en réponse, leurs conditions d'exercice ne sont pas favorables.

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Bryan, Garnier & Co., en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 5 juillet 2010 et 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.

A la date d'ouverture de l'Offre, l'Initiateur détiendra moins de 50% du capital et des droits de vote de Solving Efeso et l'Offre sera par conséquent réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. En conséquence, l'Offre se déroulera en deux temps : une offre initiale (l'« **Offre Initiale** ») puis à l'issue de l'Offre Initiale, une offre réouverte (l'« **Offre Réouverte** ») conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

### 1.2. Accord avec Argos Soditic

La Société a conclu, le 11 juin 2010, un accord d'investissement avec Argos Soditic France, agissant en sa qualité de société de gestion, au nom et pour le compte des FCPR Argos Soditic V-A, FCPR Argos Soditic V-B et FCPR Argos Soditic V-C (ensemble « **Argos Soditic** »), lesquels détiennent ensemble à ce jour, 99,99% du capital social et des droits de vote de Partners In Action.

L'opération globale prévue aux termes de l'accord d'investissement a été présentée dans le document d'information (le « **Document d'Information** ») de la Société en date du 28 juin 2010 mis à disposition des actionnaires de la Société sur le bureau de l'assemblée générale qui s'est tenue le 29 juin 2010, au siège social et sur le site internet de la Société.

Aux termes de l'accord conclu le 11 juin 2010 entre la Société et Argos Soditic, trois étapes ont été prévues :

- L'Initiateur contrôlé majoritairement par Argos Soditic devait souscrire à l'augmentation de capital qui lui avait été réservée par l'assemblée générale du 29 juin 2010, pour un montant de 7.500.000,2 euros, ce qui a été fait le 30 juin 2010 (l'« **Augmentation de Capital Réservée** »). Le prix d'émission de 1,40 euro par action retenu dans le cadre de cette opération, qui a amené l'Initiateur à détenir 39,9% du capital et 35,26% des droits de vote de la Société<sup>1</sup> et donc à franchir en hausse les seuils du 1/3 du capital et des n droits de vote<sup>2</sup>, a fait l'objet d'une attestation d'équité de la part d'un expert indépendant, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés.
- Le franchissement du seuil du tiers du capital et des droits de vote a généré l'obligation pour l'Initiateur de déposer un projet d'offre publique d'achat en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF. Le prix d'Offre de 1,70 euro par action a également fait l'objet d'une attestation d'équité de la part du cabinet Bellot Mullenbach & Associés.

Immédiatement après le règlement-livraison de l'Offre Initiale, l'Initiateur recevra par voie d'apports en nature ou par voie de cessions réalisées sur la base d'une valeur de l'action comprise entre 1,40 euro et 1,55 euro, la majeure partie des 2 033 765 titres Solving Efeso détenus par un groupe d'une vingtaine de personnes composé de membres du directoire et de managers et consultants principaux du groupe (ensemble les « **Partners** ») (en ce compris M. Jean Veillon, Vice-Président du Conseil de Surveillance qui détient 136.925 actions), lesquels se sont par ailleurs engagés à ne pas apporter leurs actions à l'Offre. Il est précisé qu'aucun des Partners ne détient d'Océanes.

Les engagements d'apport des Partners se décomposent comme suit :

- Monsieur Filippo Mantegazza détient directement 93 200 actions Solving Efeso. Monsieur Filippo Mantegazza s'est engagé, aux termes d'un engagement d'investissement en date du 15 juillet 2010 à apporter (ou céder) à Partners in Action tout ou partie de ses 93 200 actions Solving Efeso ;
- La société Raspor Holding & Finanz AG (« **Raspor Holding** ») détient 1 366 793 actions Solving Efeso. Raspor Holding s'est engagée aux termes d'un engagement d'investissement en date du 15 juillet 2010 à apporter (ou céder) à Partners in Action tout ou partie de ses 1 366 793 actions Solving Efeso ;
- Les Partners (hors Monsieur Filippo Mantegazza, Raspor Holding et Monsieur Jean Veillon), qui détiennent 436.847 actions de Solving Efeso, se sont engagés aux termes d'un engagement d'investissement intervenu à la même date à apporter (ou céder) tout ou partie de leurs 436.847 actions.
- Monsieur Jean Veillon, qui détient 136.925 actions de Solving Efeso, s'est engagé aux termes d'un engagement d'investissement intervenu à la même date à apporter (ou céder) tout ou partie de 125.309 de ses 136.925 actions (cf. infra).

Le nombre total d'actions Solving Efeso apportées par les Partners, en ce compris celles apportées par Monsieur Filippo Mantegazza sera d'environ 1 850 000 actions, de sorte que les Partners devraient détenir au moins un tiers du capital et des droits de vote de Partners In Action compte tenu de leur souscription concomitante à hauteur de 3 500 000 euros environ, à une augmentation de capital en numéraire de Partners In Action, qui restera néanmoins contrôlée par Argos Soditic.

Par ailleurs, la société HIP Fenelon<sup>3</sup> s'est engagée à vendre à Partners In Action, immédiatement après le règlement-livraison de l'Offre Initiale, 1 700 000 actions, soit environ 95,7% de la participation directe ou indirecte de M. Roland Fitoussi, au prix de 1,70 euro par action. M. Roland Fitoussi s'est par ailleurs engagé auprès de Bryan, Garnier & Co. à ne pas apporter à l'Offre les 57.426 autres actions de la Société qu'il détient directement ou indirectement (et dont il conserve, sous cette réserve, la libre disposition).

<sup>1</sup> En application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF.

<sup>2</sup> Le franchissement de seuils a été déclaré à l'AMF par l'Initiateur (D&I 210C0602 du 6 juillet 2010).

<sup>3</sup> Société détenue à 100% par M. Roland Fitoussi, président du Conseil de surveillance de Solving Efeso.

Monsieur Jean Veillon, Vice-Président du Conseil de surveillance de Solving Efeso, a signé, en sa qualité de Partner, un engagement d'investissement dans Partners In Action aux termes duquel il s'est engagé le 29 juin 2010 à apporter/céder tout ou partie de ses 125.309 actions de Solving Efeso sur les 136.925 actions Solving Efeso qu'il détient (11.616 actions n'étant ainsi pas couvertes par l'engagement d'investissement susvisé). Par ailleurs, au cours de la réunion du conseil de surveillance de la Société qui a rendu son avis motivé sur l'Offre, Monsieur Jean Veillon a fait part de sa décision de ne pas apporter ses titres à l'Offre.

En sus de Messieurs Roland Fitoussi et Jean Veillon, les autres membres du Conseil de surveillance ont fait part, au cours de la réunion du Conseil de Surveillance de la Société qui a rendu son avis motivé sur l'Offre, de leur décision de ne pas apporter leurs titres à l'Offre. En conséquence, la totalité des 1.905.513 actions détenues par les membres du conseil de surveillance ne seront pas apportées à l'Offre.

En outre, Monsieur Patrick Liddell s'est engagé auprès de Bryan, Garnier & Co. à ne pas apporter à l'Offre les 183 611 actions Solving Efeso qu'il détient étant précisé qu'il n'a conclu aucun accord particulier (notamment d'investissement, d'apport et/ou de cession) avec Partners In Action.

- A l'issue de l'Offre Initiale, c'est-à-dire vraisemblablement vers le début du mois de septembre 2010, les porteurs d'Océanes pourront en demander le remboursement anticipé du fait du changement de contrôle de la Société et leur remboursement pourra avoir lieu dans une période à fixer se situant vraisemblablement courant octobre 2010 étant précisé qu'en tout état de cause le remboursement interviendra au plus tôt à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (telle que visée ci-dessous), sur demande des porteurs, au prix de remboursement anticipé indicatif de 10,50 euros par Océane (les conditions de remboursement étant fixées postérieurement à l'Offre et conformément aux dispositions de la note d'opération relative à l'émission des Océanes visée sous le n°06-364 le 12 octobre 2006).

Le prix de remboursement anticipé indicatif en cas de changement de contrôle est calculé dans le but d'offrir un taux de rendement actuariel brut de 7,75 % au jour où aura lieu le remboursement anticipé (sur la base d'une hypothèse de remboursement le 15 octobre 2010). Ce prix de remboursement anticipé indicatif est la somme de deux composantes : (i) le coupon couru depuis la date du dernier versement de coupon (soit le 1<sup>er</sup> octobre 2010), soit 0,02 euro et (ii) le prix de remboursement pied de coupon, soit 10,48 euros.

Le prix de remboursement anticipé indicatif (10,50 euros) est inférieur au prix d'Offre (10,53 euros) car les coupons sont payés de manière trimestrielle (1<sup>er</sup> janvier, 1<sup>er</sup> avril, 1<sup>er</sup> juillet, 1<sup>er</sup> octobre) et plus la date retenue pour effectuer le calcul est éloignée du dernier versement de coupon, plus le coupon couru sera élevé.

- Une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant de 12 531 316 euros, bénéficiant de la garantie de bonne fin de l'Initiateur sera alors réalisée au prix de 1,40 euro par action (l'« **Augmentation de Capital avec Maintien du DPS** »), afin notamment de doter la Société des fonds nécessaires au remboursement des Océanes. La souscription de l'Initiateur à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS pourra être libérée en tout ou partie par compensation avec les créances des Océanes qui auront été apportées dans le cadre de l'Offre.

L'admission sur Euronext Paris des actions nouvelles émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réserve ainsi que l'émission et l'admission sur Euronext Paris des actions nouvelles qui seront émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS feront l'objet d'un prospectus qui sera soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers (le « **Prospectus** »).

Il est précisé que les informations communiquées par la Société à Partners in Action l'ont été conformément à la recommandation COB n°2003-01 sur les data room et que Partners in Action n'a pas eu accès dans ce cadre à d'autres informations significatives que celles qui sont mentionnées dans la note d'information de Partners in Action.

Par ailleurs, les données prospectives confidentielles communiquées à Partners In Action sont cohérentes avec le business plan transmis par la Société à l'expert indépendant afin qu'il établisse son attestation d'équité, notamment en ce qui concerne les éléments reproduits dans son rapport.

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

Aux termes de l'accord du 11 juin 2010 dont la Société est signataire (voir section 1.2 ci-dessus) il est notamment prévu qu'immédiatement après la clôture de l'Offre Initiale, l'Initiateur recevra (i) par voie d'apports en nature ou par voie de cessions réalisées sur la base d'une valeur de l'action comprise entre 1,40 euro et 1,55 euro, environ 1.850.000 actions Solving Efeso détenues par les Partners et (ii) par voie de cession réalisée au prix de 1,70 euro par action, 1.700.000 actions détenues par la société HIP Fenelon, ce qui représente environ 95,7% de la participation directe ou indirecte de M. Roland Fitoussi. Les actions susvisées ne seront donc pas apportées à l'Offre.

A la date du 25 juin 2010, la Société détenait 16 337 actions propres acquises dans le cadre de son programme de rachat, en application du contrat de liquidité conclu avec PORTZAMPARC Société de Bourse. Le Conseil de Surveillance de la Société a indiqué, qu'en l'état, au regard du caractère strictement limité de leur affectation à l'un des objectifs du programme de rachat, à savoir l'animation du marché, ces actions ne pourront pas être apportées à l'Offre.

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

### 3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

#### 3.1. Structure du capital de la Société

(i) Répartition du capital et des droits de vote de la Société avant l'Augmentation de Capital Réservée

|                                                   | <b>Actions</b>   | <b>%</b>      | <b>Votes</b>     | <b>%</b>      |
|---------------------------------------------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| Roland Fitoussi                                   | 31 072           | 0,4%          | 32 472           | 0,3%          |
| HIP Fénelon                                       | 1 704 942        | 21,1%         | 2 925 741        | 29,8%         |
| Sethi                                             | 21 412           | 0,3%          | 42 824           | 0,4%          |
| <b>Total Groupe Roland Fitoussi</b>               | <b>1 757 426</b> | <b>21,8%</b>  | <b>3 001 037</b> | <b>30,6%</b>  |
| Raspor Holding                                    | 1 366 793        | 16,9%         | 1 366 793        | 13,9%         |
| Filippo Mantegazza                                | 93 200           | 1,2%          | 93 200           | 0,9%          |
| Jean Veillon                                      | 136 925          | 1,7%          | 258 850          | 2,6%          |
| Autres Partners                                   | 436 847          | 5,4%          | 436 847          | 4,4%          |
| <b>Total Groupe Partners</b>                      | <b>2 033 765</b> | <b>25,2%</b>  | <b>2 155 690</b> | <b>22,0%</b>  |
| <b>Patrick Liddell</b>                            | <b>183 611</b>   | <b>2,3%</b>   | <b>367 222</b>   | <b>4,6%</b>   |
| <b>Autres Associés/Managers du Groupe</b>         | <b>379 256</b>   | <b>4,7%</b>   | <b>591 990</b>   | <b>6,0%</b>   |
| <b>Total Conseil de Surveillance + Management</b> | <b>4 354 058</b> | <b>54,0%</b>  | <b>6 115 939</b> | <b>62,3%</b>  |
| <b>NextStage</b>                                  | <b>425 000</b>   | <b>5,3%</b>   | <b>425 000</b>   | <b>4,3%</b>   |
| Auto contrôle et compte de liquidité              | 16 337           | 0,2%          | 0                | 0,0%          |
| Public                                            | 3 273 874        | 40,6%         | 3 277 142        | 33,4%         |
| <b>Total flottant</b>                             | <b>3 290 211</b> | <b>40,8%</b>  | <b>3 277 142</b> | <b>33,4%</b>  |
| <b>Partners in Action</b>                         | <b>0</b>         | <b>0,0%</b>   | <b>0</b>         | <b>0,0%</b>   |
| <b>Total</b>                                      | <b>8 069 269</b> | <b>100,0%</b> | <b>9 818 081</b> | <b>100,0%</b> |

\* Raspor Holding est une société de droit suisse, immatriculée à Zurich, contrôlée par la société de droit suisse Orconsult SA.

Cet actionnariat a été établi sur la base de l'actionnariat de la Solving Efeso tel qu'identifié par la Société au 30 juin 2010 et impacté de l'élément suivant : la déclaration de franchissement de seuil de NextStage (pour le compte du FCPI NextStage Développement 2007 dont elle assure la gestion) en date du 1<sup>er</sup> juillet 2010 faisant état d'un achat de 425.000 actions de la Société en cumulé au 28 juin 2010.

#### (ii) Répartition du capital et des droits de vote de Solving Efeso consécutivement à l'Augmentation de Capital Réservée

|                                                   | <b>Actions</b>    | <b>%</b>      | <b>Votes</b>      | <b>%</b>      |
|---------------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| Roland Fitoussi                                   | 31 072            | 0,2%          | 32 472            | 0,2%          |
| HIP Fénelon                                       | 1 704 942         | 12,7%         | 2 925 741         | 19,3%         |
| Sethi                                             | 21 412            | 0,2%          | 42 824            | 0,3%          |
| <b>Total Groupe Roland Fitoussi</b>               | <b>1 757 426</b>  | <b>13,1%</b>  | <b>3 001 037</b>  | <b>19,8%</b>  |
| Raspor Holding                                    | 1 366 793         | 10,2%         | 1 366 793         | 9,0%          |
| Filippo Mantegazza                                | 93 200            | 0,7%          | 93 200            | 0,6%          |
| Jean Veillon                                      | 136 925           | 1,0%          | 258 850           | 1,7%          |
| Autres Partners                                   | 436 847           | 3,3%          | 436 847           | 2,9%          |
| <b>Total Groupe Partners</b>                      | <b>2 033 765</b>  | <b>15,1%</b>  | <b>2 155 690</b>  | <b>14,2%</b>  |
| <b>Patrick Liddell</b>                            | <b>183 611</b>    | <b>1,4%</b>   | <b>367 222</b>    | <b>2,4%</b>   |
| <b>Autres Associés/Managers du Groupe</b>         | <b>379 256</b>    | <b>2,8%</b>   | <b>591 990</b>    | <b>3,9%</b>   |
| <b>Total Conseil de Surveillance + Management</b> | <b>4 354 058</b>  | <b>32,4%</b>  | <b>6 115 939</b>  | <b>40,3%</b>  |
| <b>NextStage</b>                                  | <b>425 000</b>    | <b>3,2%</b>   | <b>425 000</b>    | <b>2,8%</b>   |
| Auto contrôle et compte de liquidité              | 16 337            | 0,1%          | 0                 | 0,0%          |
| Public                                            | 3 273 874         | 24,4%         | 3 277 142         | 21,6%         |
| <b>Total flottant</b>                             | <b>3 290 211</b>  | <b>24,5%</b>  | <b>3 277 142</b>  | <b>21,6%</b>  |
| <b>Partners in Action</b>                         | <b>5 357 143</b>  | <b>39,9%</b>  | <b>5 357 143</b>  | <b>35,3%</b>  |
| <b>Total</b>                                      | <b>13 426 412</b> | <b>100,0%</b> | <b>15 175 224</b> | <b>100,0%</b> |

\* Raspor Holding est une société de droit suisse, immatriculée à Zurich, contrôlée par la société de droit suisse Orconsult SA.

Il est précisé que la totalité des actions détenues par l'Initiateur ne sont pas encore admises sur Euronext Paris mais qu'elles le seront dès l'obtention du visa de l'AMF sur le Prospectus.

Cet actionnariat a été établi sur la base de l'actionnariat de Solving Efeso tel qu'identifié par la Société au 30 juin 2010 et impacté des éléments suivants : (a) la déclaration de franchissement de seuil de NextStage (pour le compte du FCPI NextStage Développement 2007 dont elle assure la gestion) en date du 1<sup>er</sup> juillet 2010 faisant état d'un achat de 425.000 actions de la Société en cumulé au 28 juin 2010 et (b) l'augmentation de capital réservée à l'Initiateur qui a eu lieu le 30 juin 2010 ayant amené à créer 5.357.143 actions.

#### **(ii bis) Répartition du capital et des droits de vote de Solving Efeso au 5 Juillet 2010**

|                                                   | <b>Actions</b>    | <b>%</b>      | <b>Votes</b>      | <b>%</b>      |
|---------------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| Roland Fitoussi                                   | 31 072            | 0,2%          | 32 472            | 0,2%          |
| HIP Fénelon                                       | 1 704 942         | 12,7%         | 2 925 741         | 19,3%         |
| Sethi                                             | 21 412            | 0,2%          | 42 824            | 0,3%          |
| <b>Total Groupe Roland Fitoussi</b>               | <b>1 757 426</b>  | <b>13,1%</b>  | <b>3 001 037</b>  | <b>19,8%</b>  |
| Raspor Holding                                    | 1 366 793         | 10,2%         | 1 366 793         | 9,0%          |
| Filippo Mantegazza                                | 93 200            | 0,7%          | 93 200            | 0,6%          |
| Jean Veillon                                      | 136 925           | 1,0%          | 258 850           | 1,7%          |
| Autres Partners                                   | 436 847           | 3,3%          | 436 847           | 2,9%          |
| <b>Total Groupe Partners</b>                      | <b>2 033 765</b>  | <b>15,1%</b>  | <b>2 155 690</b>  | <b>14,2%</b>  |
| <b>Patrick Liddell</b>                            | <b>183 611</b>    | <b>1,4%</b>   | <b>367 222</b>    | <b>2,4%</b>   |
| <b>Autres Associés/Managers du Groupe</b>         | <b>379 256</b>    | <b>2,8%</b>   | <b>591 990</b>    | <b>3,9%</b>   |
| <b>Total Conseil de Surveillance + Management</b> | <b>4 354 058</b>  | <b>32,4%</b>  | <b>6 115 939</b>  | <b>40,3%</b>  |
| <b>NextStage</b>                                  | <b>811 000</b>    | <b>6,0%</b>   | <b>811 000</b>    | <b>5,3%</b>   |
| Auto contrôle et compte de liquidité              | 16 337            | 0,1%          | 0                 | 0,0%          |
| Public                                            | 2 887 874         | 21,5%         | 2 891 142         | 19,1%         |
| <b>Total flottant</b>                             | <b>2 904 211</b>  | <b>21,6%</b>  | <b>2 891 142</b>  | <b>19,1%</b>  |
| <b>Partners in Action</b>                         | <b>5 357 143</b>  | <b>39,9%</b>  | <b>5 357 143</b>  | <b>35,3%</b>  |
| <b>Total</b>                                      | <b>13 426 412</b> | <b>100,0%</b> | <b>15 175 224</b> | <b>100,0%</b> |

\* Raspor Holding est une société de droit suisse, immatriculée à Zurich, contrôlée par la société de droit suisse Orconsult SA.

Cet actionnariat a été établi sur la base de l'actionnariat de Solving Efeso tel qu'identifié par la Société au 30 juin 2010 et impacté des éléments visés au (ii) ci-dessus et de la déclaration de franchissement de seuil de NextStage (pour le compte des FCPI NextStage Développement 2007, NextStage Entreprises 2004 et NextStage Développement 2008 dont elle assure la gestion) en date du 5 juillet 2010 faisant état d'un achat de 811.000 actions de la Société en cumulé au 2 juillet 2010 (y compris les 425.000 actions acquises jusqu'au 28 juin 2010).

**(iii) Répartition du capital et des droits de vote de Solving Efeso postérieurement à l'Offre et en tenant compte des opérations d'apport et de cession devant intervenir après celle-ci**

Il convient de rappeler les conditions d'apports et de cession devant intervenir après l'Offre :

- La société HIP Fenelon (société détenue à 100% par Monsieur Roland Fitoussi) vendra 1.700.000 actions Solving Efeso à l'Initiateur.
- Le nombre total d'actions Solving Efeso apportées par les Partners sera d'environ 1 850 000 actions, de sorte que les Partners devraient détenir au moins un tiers du capital et des droits de vote de Partners In Action compte tenu de leur souscription concomitante à hauteur de 3 500 000 euros environ, à une augmentation de capital en numéraire de Partners In Action.

Dans ces conditions, deux situations extrêmes peuvent être envisagées concernant l'actionnariat de Solving Efeso postérieurement à l'Offre et en tenant compte des opérations d'apport et de cession devant intervenir après le

règlement-livraison de l'Offre Initiale: (a) aucune action n'est apportée à l'Offre par le public (celui-ci étant composé du flottant, de NextStage, des cadres de Solving Efeso non Partners) ; (b) toutes les actions du public tel que défini ci-dessus sont apportées à l'Offre.

#### Répartition de l'actionnariat dans le cas (a)

|                                                   | <b>Actions</b>    | <b>%</b>      | <b>Votes</b>      | <b>%</b>      |
|---------------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| Roland Fitoussi                                   | 31 072            | 0,2%          | 32 472            | 0,2%          |
| HIP Fénelon                                       | 4 942             | 0,0%          | 9 884             | 0,1%          |
| Sethi                                             | 21 412            | 0,2%          | 42 824            | 0,3%          |
| <b>Total Groupe Roland Fitoussi</b>               | <b>57 426</b>     | <b>0,4%</b>   | <b>85 180</b>     | <b>0,6%</b>   |
| Raspor Holding                                    | 116 357           | 0,9%          | 116 357           | 0,8%          |
| Filippo Mantegazza                                | 7 934             | 0,1%          | 7 934             | 0,1%          |
| Jean Veillon                                      | 22 284            | 0,2%          | 42 126            | 0,3%          |
| Autres Partners                                   | 37 190            | 0,3%          | 37 190            | 0,3%          |
| <b>Total Groupe Partners</b>                      | <b>183 765</b>    | <b>1,4%</b>   | <b>203 608</b>    | <b>1,5%</b>   |
| <b>Patrick Liddell</b>                            | <b>183 611</b>    | <b>1,4%</b>   | <b>367 222</b>    | <b>2,7%</b>   |
| <b>Autres Associés/Managers du Groupe</b>         | <b>379 256</b>    | <b>2,8%</b>   | <b>591 990</b>    | <b>4,3%</b>   |
| <b>Total Conseil de Surveillance + Management</b> | <b>804 058</b>    | <b>6,0%</b>   | <b>1 248 000</b>  | <b>9,0%</b>   |
| <b>NextStage</b>                                  | <b>811 000</b>    | <b>6,0%</b>   | <b>811 000</b>    | <b>5,9%</b>   |
| Auto contrôle et compte de liquidité              | 16 337            | 0,1%          | 0                 | 0,0%          |
| Public                                            | 2 887 874         | 21,5%         | 2 891 142         | 20,9%         |
| <b>Total flottant</b>                             | <b>2 904 211</b>  | <b>21,6%</b>  | <b>2 891 142</b>  | <b>20,9%</b>  |
| <b>Partners in Action</b>                         | <b>8 907 143</b>  | <b>66,3%</b>  | <b>8 907 143</b>  | <b>64,3%</b>  |
| <b>Total</b>                                      | <b>13 426 412</b> | <b>100,0%</b> | <b>13 857 285</b> | <b>100,0%</b> |

\* Raspor Holding est une société de droit suisse, immatriculée à Zurich, contrôlée par la société de droit suisse Orconsult SA.

#### Répartition de l'actionnariat dans le cas (b)

|                                                   | <b>Actions</b>    | <b>%</b>      | <b>Votes</b>      | <b>%</b>      |
|---------------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| Roland Fitoussi                                   | 31 072            | 0,2%          | 32 472            | 0,2%          |
| HIP Fénelon                                       | 4 942             | 0,0%          | 9 884             | 0,1%          |
| Sethi                                             | 21 412            | 0,2%          | 42 824            | 0,3%          |
| <b>Total Groupe Roland Fitoussi</b>               | <b>57 426</b>     | <b>0,4%</b>   | <b>85 180</b>     | <b>0,6%</b>   |
| Raspor Holding                                    | 116 357           | 0,9%          | 116 357           | 0,9%          |
| Filippo Mantegazza                                | 7 934             | 0,1%          | 7 934             | 0,1%          |
| Jean Veillon                                      | 22 284            | 0,2%          | 42 126            | 0,3%          |
| Autres Partners                                   | 37 190            | 0,3%          | 37 190            | 0,3%          |
| <b>Total Groupe Partners</b>                      | <b>183 765</b>    | <b>1,4%</b>   | <b>203 608</b>    | <b>1,5%</b>   |
| <b>Patrick Liddell</b>                            | <b>183 611</b>    | <b>1,4%</b>   | <b>367 222</b>    | <b>2,7%</b>   |
| <b>Autres Associés/Managers du Groupe</b>         | <b>0</b>          | <b>0,0%</b>   | <b>0</b>          | <b>0,0%</b>   |
| <b>Total Conseil de Surveillance + Management</b> | <b>424 802</b>    | <b>3,2%</b>   | <b>656 010</b>    | <b>4,8%</b>   |
| <b>NextStage</b>                                  | <b>0</b>          | <b>0,0%</b>   | <b>0</b>          | <b>0,0%</b>   |
| Auto contrôle et compte de liquidité              | 16 337            | 0,1%          | 0                 | 0,0%          |
| Public                                            | 0                 | 0,0%          | 0                 | 0,0%          |
| <b>Total flottant</b>                             | <b>16 337</b>     | <b>0,1%</b>   | <b>0</b>          | <b>0,0%</b>   |
| <b>Partners in Action</b>                         | <b>12 985 273</b> | <b>96,7%</b>  | <b>12 985 273</b> | <b>95,2%</b>  |
| <b>Total</b>                                      | <b>13 426 412</b> | <b>100,0%</b> | <b>13 641 283</b> | <b>100,0%</b> |

\* Raspor Holding est une société de droit suisse, immatriculée à Zurich, contrôlée par la société de droit suisse Orconsult SA.

**(iii bis) Répartition du capital et des droits de vote de l'Initiateur postérieurement à l'Offre et en tenant compte des opérations d'apport et de cession devant intervenir après le règlement-livraison de l'Offre Initiale**

Nous présentons l'actionnariat de l'Initiateur dans les deux mêmes situations extrêmes que ci-avant, lesquelles conduisent aux niveaux de détention de l'Initiateur par les Partners minimaux et maximaux.

Le nombre total d'actions Solving Efeso apportées par les Partners immédiatement après le règlement-livraison de l'Offre Initiale sera d'environ 1 850 000 actions, de sorte que les Partners devraient détenir au moins un tiers du capital et des droits de vote de Partners In Action compte tenu de leur souscription concomitante à hauteur de 3 500 000 euros environ, à une augmentation de capital en numéraire de Partners In Action, qui restera néanmoins contrôlée par Argos Soditic à l'issue de l'Offre.

Dans ces conditions, deux situations extrêmes peuvent être envisagées concernant l'actionnariat de Partners In Action postérieurement au règlement-livraison de l'Offre et en tenant compte des opérations d'apport et de cession devant intervenir après le règlement-livraison de l'Offre Initiale (avec pour hypothèse l'apport/cession d'au moins 1 850 000 actions Solving Efeso par les Partners). L'actionnariat de l'Initiateur dans ces deux situations extrêmes correspond aux niveaux de détention minimaux et maximaux de l'Initiateur par les Partners minimaux et maximaux :

- (a) Aucune action n'est apportée à l'Offre par le public (celui-ci étant composé du flottant, de NextStage, des cadres de Solving Efeso non Partners) : dans ce cas, les Partners pourraient détenir jusqu'à 42,3% du capital de l'Initiateur (en fonction du suivi de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS).

- (b) Toutes les actions du public tel que défini ci-dessus sont apportées à l'Offre : dans ce cas, les Partners pourraient ne détenir que 31,3% du capital de l'Initiateur, ce pourcentage étant susceptible d'être ajusté marginalement à la hausse dans un tel cas, par apports d'actions complémentaires de la part des Partners, afin de se rapprocher de la minorité de blocage.

### **3.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Solving Efeso dont elle a connaissance**

Les actionnaires de Solving Efeso détenant plus de 5% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau qui figure à la section 3.1 ci-avant. Hormis lesdits actionnaires, aucun autre actionnaire détenant plus de 5% du capital social ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société à la date du présent document.

### **3.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de la Société**

Aucune clause des statuts ne prévoit de restriction à l'exercice du droit de vote.

Aucune clause statutaire ne limite la libre cession des actions.

Aucun accord entre les actionnaires n'a été porté à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce (Voir § 3.6. ci-après).

### **3.4. Détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux sur Solving Efeso et description de ceux-ci**

Néant, sous réserve de la clause statutaire aux termes de laquelle un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il peut être justifié d'une inscription nominative d'au moins quatre ans, au nom du même titulaire.

### **3.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Néant.

### **3.6. Accords entre actionnaires dont Solving Efeso a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de Solving Efeso**

Le pacte d'actionnaires conclu le 31 janvier 2007 (le « **Pacte** ») entre Jean Veillon, Patrick Liddell et la société Raspor Holding & Finanz AG (voir section 18.4 du document de référence 2009) contenait des engagements de conservation d'une partie des actions détenues par chacune des parties au pacte. Cependant, il est à noter que ces engagements de conservation sont arrivés à échéance le 29 juin 2009.

Il est par ailleurs précisé qu'aux termes du Pacte, Messieurs Jean Veillon et Patrick Liddell et Raspor Holding & Finanz AG s'engagent à se concerter avant chaque Assemblée Générale des actionnaires en vue d'arrêter une position commune sur les résolutions soumises au vote des actionnaires et d'exercer leurs droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de Solving Efeso, notamment relativement à la composition du Conseil de Surveillance et du Directoire de Solving Efeso, y compris pour toutes décisions concernant la nomination ou la révocation des membres du Conseil de Surveillance et du Directoire, les vacances et les quorum.

### **3.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire et du Conseil de surveillance**

- **Directoire**

La Société est dirigée par un Directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle d'un Conseil de surveillance. Le Directoire est composé de 3 à 7 membres, nommés par le Conseil de surveillance.

Les membres du Directoire sont nommés parmi les salariés de la Société ou de l'une de ses filiales. Ils sont désignés pour une durée de quatre ans. En cas de vacance, le Conseil de surveillance doit pourvoir au remplacement du poste vacant dans un délai de deux mois, pour le temps qui reste à courir jusqu'au renouvellement du Directoire.

Les membres du Directoire sont toujours rééligibles.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de 65 ans. Le membre du Directoire en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du Conseil de surveillance.

De la même façon, tout membre du Directoire qui vient à cesser pour quelque cause que ce soit ses fonctions salariées au sein la Société ou de l'une de ses filiales, sera réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du Conseil de surveillance.

- **Conseil de surveillance**

Le Conseil de surveillance est composé de quatre membres au moins et de neuf membres au plus.

Les membres, personnes physiques ou morales, sont nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires, parmi ces derniers. En cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'Assemblée Générale Extraordinaire.

Aucun membre du Conseil de surveillance ne peut faire partie du Directoire.

Dans la limite du tiers des membres en fonction, les membres du Conseil de surveillance peuvent bénéficier d'un contrat de travail correspondant à un emploi effectif.

La durée des fonctions des membres du Conseil de surveillance est de six années, expirant à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

Ils sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'Assemblée Générale Ordinaire.

La limite d'âge prévue pour l'exercice des fonctions de membre du conseil de surveillance est fixée à 75 ans.

### **3.8. Règles relatives à la modification des statuts de Solving Efeso**

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour modifier les statuts, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

### **3.9. Pouvoirs du Directoire, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat d'actions**

Le Directoire est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toutes circonstances au nom de la Société dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément au Conseil de surveillance et aux Assemblées d'actionnaires.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Directoire qui ne relèvent pas de l'objet social à moins qu'elle ne prouve que les tiers savaient que l'acte dépassait cet objet ou qu'ils ne pouvaient l'ignorer, compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

La cession d'immeubles par nature, la cession totale ou partielle de participations, la constitution de sûretés ainsi que les cautions, avals et garanties font l'objet d'une autorisation du Conseil de surveillance. Le non-respect de cette disposition n'est opposable aux tiers que dans les cas prévus par la loi.

Toutefois, à titre de mesure interne non opposable aux tiers, les prêts, les emprunts, les achats, échanges et ventes d'établissements commerciaux, les achats et échanges d'immeubles, la constitution de sociétés et tous apports à des sociétés constituées ou à constituer, ainsi que toute prise de participation dans ces sociétés, doivent être préalablement autorisés par le Conseil de surveillance.

De même, doivent être préalablement autorisés par le Conseil de Surveillance :

- les acquisitions, échanges ou cessions de participations d'un montant supérieur à 1,5 million d'euros ;
- les investissements de toute nature d'un montant supérieur à 1,5 million d'euros ;
- la nomination et la révocation des Présidents de filiales ;
- la nomination des administrateurs des filiales ;
- la modification des pouvoirs des Conseils d'Administration des filiales ;
- la création d'une dette globale société supérieure à la moitié des fonds propres.

Le Directoire fixe, dans le cadre de l'autorisation qui lui a été accordée par l'assemblée générale extraordinaire, les conditions dans lesquelles seront consenties les options de souscription ou d'achat, ainsi que les conditions d'émission des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital. Il est également compétent pour décider la mise en place d'un programme de rachat sur autorisation de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

### **3.10. Accords conclus par Solving Efeso qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Solving Efeso**

A l'issue de l'Offre Initiale, c'est-à-dire vraisemblablement vers le début du mois de septembre 2010, les Océanes deviendront exigibles du fait du changement de contrôle de la Société et leur remboursement pourra avoir lieu dans une période à fixer se situant vraisemblablement courant octobre 2010 étant précisé qu'en tout état de cause le remboursement interviendra au plus tôt à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (telle que visée ci-dessous), sur demande des porteurs, au prix indicatif de 10,50 euros par Océane (les conditions de remboursement étant fixées postérieurement à l'Offre et conformément aux dispositions de la note d'opération relative à l'émission des Océanes visée sous le n°06-364 le 12 octobre 2006).

### **3.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou du Conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

La Société n'a conclu aucun accord avec les membres du Directoire ou du Conseil de surveillance ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Cependant, il est à noter que, conformément à ce qui est indiqué à la section 15.1.7 du document de référence 2009, deux contrats de prestation de services ont été conclus entre la société Operational Excellence Consulting Ltd (dont M. Mantegazza est salarié) et deux sociétés du groupe (Efeso Consulting Ltd et Solving Management Consultants Ltd, toutes deux détenues à 100 % par Solving Efeso).

Ces contrats prévoient des indemnités en cas de rupture anticipée à l'initiative de la société. Ces indemnités seraient calculées sur la période restant à courir jusqu'à fin juin 2012, en cas de rupture avant cette date, soit une indemnité totale qui se situerait entre 0,9 et 2,3 M€, pour les années 2010 à 2012, selon des estimations faites sur la base des données au 31 décembre 2009.

Les deux contrats en question ont été regroupés en un seul, entre la société Operational Excellence Consulting Ltd et la société Efeso Consulting Ltd, au cours du premier trimestre 2010, après examen et approbation par le Conseil de surveillance.

#### 4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

*Conformément à la réglementation applicable (article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006), la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant (certains éléments figurant dans le plan d'affaires prévisionnel 2010-2013 (section 3.4) et le tableau relatif au DCF (section 4.2.2, b)).*

##### 4.1. Rapport en date du 28 juin 2010

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE  
CADRE DU PROJET  
D'AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE ET  
D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT  
VISANT LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS OCEANE  
DE LA SOCIÉTÉ  
SOLVING EFESO INTERNATIONAL

28 JUIN 2010

|                                                                                |           |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Contexte de l'opération.....</b>                                         | <b>19</b> |
| <b>2. Présentation de l'expert indépendant.....</b>                            | <b>21</b> |
| 2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés                       | 21        |
| 2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois  | 21        |
| 2.3 Déclaration d'indépendance                                                 | 22        |
| 2.4 Rémunération de l'expert indépendant                                       | 22        |
| 2.5 Diligences effectuées par l'expert                                         | 22        |
| <b>3. Présentation De Solving .....</b>                                        | <b>25</b> |
| 3.1 Bref historique de la Société                                              | 25        |
| 3.2 Activités et marchés de la Société                                         | 27        |
| 3.3 Comptes clos au 31 décembre 2009 et évolution des performances financières | 29        |
| 3.4 Plan d'affaires prévisionnel 2010-2013                                     | 33        |
| <b>4. Travaux d'évaluation.....</b>                                            | <b>35</b> |
| 4.1 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Solving         | 35        |
| 4.1.1 Actif net comptable .....                                                | 35        |
| 4.1.2 Actif net réévalué .....                                                 | 36        |
| 4.1.3 Capitalisation et actualisation des dividendes .....                     | 36        |
| 4.1.4 Transactions comparables.....                                            | 36        |
| 4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Solving         | 37        |
| 4.2.1 Cours de bourse de Solving (avant annonce de l'Opération) .....          | 37        |
| 4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie .....                        | 40        |
| 4.2.3 Comparables boursiers.....                                               | 44        |
| 4.2.4 Transaction récente sur le capital de Solving .....                      | 46        |
| 4.3 Appréciation du prix proposé pour l'OPA portant sur les obligations OCEANE | 47        |
| <b>5. Analyse critique des travaux de la banque évaluatrice .....</b>          | <b>52</b> |
| <b>6. Conclusion .....</b>                                                     | <b>55</b> |

## 1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Anticipant l'impossibilité de faire face au remboursement d'un prêt obligataire début 2012, les dirigeants de la société Solving Efeso International (ci-après la « Société », ou « Solving ») ont mandaté mi 2009 la banque d'investissement Bryan, Garnier & Co. (ci-après « Bryan Garnier » ou la « Banque ») aux fins de rechercher des partenaires financiers susceptibles d'assurer le refinancement de la dette et la poursuite du développement de la Société.

A l'issue du processus de sélection, le fonds d'investissement Argos Soditic (ci-après « Argos ») qui créera ad hoc une société holding (ci-après « Partners in Action », ou l'« Initiateur »), a été retenue par le management de la Société. Selon les dispositions du *Term Sheet* signé en date du 11 juin 2010, les parties sont convenues des opérations suivantes :

- une augmentation de capital réservée à Partners in Action, d'un montant total de 7,5 M€ réalisée au prix de 1,40 € par action Solving, conduisant Argos à détenir 39,9 % du capital de Solving, alors que le pourcentage détenu par le public passerait de 42 % à 25,2 % ; la répartition du capital avant et après cette opération est détaillée dans le tableau ci-dessous :

| Actionnariat       | Situation initiale |        | Augmentation de capital réservée |                   |                       |        |
|--------------------|--------------------|--------|----------------------------------|-------------------|-----------------------|--------|
|                    | Actions            | %      | Montant<br>€                     | Actions<br>créées | Actions<br>post opér. | %      |
| Roland Fitoussi    | 1 776 502          | 22,0%  |                                  |                   | 1 776 502             | 13,2%  |
| Filippo Mantegazza | 1 459 993          | 18,1%  |                                  |                   | 1 459 993             | 10,9%  |
| Jean Veillon       | 179 525            | 2,2%   |                                  |                   | 179 525               | 1,3%   |
| Patrick Lidell     | 189 898            | 2,4%   |                                  |                   | 189 898               | 1,4%   |
| Managers           | 617 359            | 7,7%   |                                  |                   | 617 359               | 4,6%   |
| Associés           | 4 223 277          | 52,3%  | 0                                | 0                 | 4 223 277             | 31,5%  |
| Partners in Action | 0                  | 0,0%   | (7 500 000)                      | 5 357 143         | 5 357 143             | 39,9%  |
| BFVH (1)           | 439 275            | 5,4%   |                                  |                   | 439 275               | 3,3%   |
| Autocontrôle       | 18 581             | 0,2%   |                                  |                   | 18 581                | 0,1%   |
| Public             | 3 388 136          | 42,0%  |                                  |                   | 3 388 136             | 25,2%  |
| Total              | 8 069 269          | 100,0% | (7 500 000)                      | 5 357 143         | 13 426 412            | 100,0% |

(1) Société détenue par Thomas Bellaigue de Bughas et sa famille, à la suite de la prise de contrôle de Synagir en 2006, devenue Solving France SA

- Argos disposant indirectement de plus du tiers du capital de la Société et conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), la société Partners in Action, initie une Offre Publique d'Achat (ci-après l'« OPA » ou l'« Offre ») sur les actions Solving qu'elle ne détient pas encore et sur les 1 244 801 obligations OCEANE (ci-après les « OCEANE »), aux prix unitaires respectifs de 1,70 € et de 10,53 €. L'Offre porte sur 60,10 % du capital de la Société (post augmentation de capital réservée), soit 8 069 269 actions,

étant précisé que les titres détenus par Monsieur Roland Fitoussi et par les managers, qui représentent ensemble 31,45 % du capital (post augmentation de capital réservée), ne seront pas apportés à l'Offre ;

- une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ou DPS) d'un montant total de 12,5 M€ réalisée au prix de 1,40 € par action, sur la base d'un rapport de 2 actions nouvelles pour 3 actions anciennes.

Ces opérations (ci-après l'« Opération ») doivent s'apprécier comme un tout indivisible dans la mesure où leurs réalisations individuelles dépendent les unes des autres et font l'objet d'un accord global entre Argos et Solving.

Entre l'OPA et l'opération d'augmentation de capital avec maintien du DPS, les managers apporteront leurs actions Solving à Partners in Action dans une proportion de 50 à 100 %. En revanche, lors de l'opération d'augmentation de capital avec maintien du DPS, ils transféreront gracieusement à Partners in Action la totalité des DPS attachés aux actions Solving dont ils seraient restés propriétaires.

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans un délai de douze mois à compter de la clôture de l'Offre.

Le cours de l'action a été suspendu le 14 juin 2010 avant bourse et un communiqué a été publié le 17 juin, indiquant la teneur de l'accord passé entre Argos et Solving ainsi que les principales étapes de l'Opération. Compte tenu des opérations anticipées décrites ci-avant, le management de la Société, en concertation avec ses conseils et l'AMF, a estimé qu'il convenait de désigner un expert indépendant dans le cadre de :

- l'augmentation de capital réservée, dans le cas où la moyenne pondérée du cours de bourse au cours des trois dernières séances précédant la fixation du prix présenterait une décote supérieure à 5 %, en application de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF ;
- l'OPA, en application de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF.

Dans ce contexte, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 27 mai 2010 par le Président du Directoire de Solving en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, des prix par action proposés à l'occasion de l'augmentation de capital réservée et de l'OPA, et de celui de l'obligation OCEANE. Cette nomination a été entérinée par le Conseil de surveillance auquel nous avons participé pour restituer oralement nos travaux le 23 juin 2010.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de répondre positivement à l'Offre ou de conserver les actions afin de souscrire à l'augmentation de capital avec maintien du DPS présentée aux actionnaires de Solving.

## 2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

### 2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 75 collaborateurs, dont 12 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros ; son siège est situé 11, rue de Laborde à Paris 8<sup>ème</sup>.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, « transaction services » et conseil en management comptable et financier et en systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet [www.bma-paris.com](http://www.bma-paris.com), qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2009, en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

BM&A est membre indépendant du réseau Baker Tilly France, membre de Baker Tilly International.

### 2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

| Date    | Opération                                       | Cible                           | Initiateur/Bénéficiaire | Banque présentatrice   |
|---------|-------------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------|------------------------|
| mai-09  | Offre Publique d'Achat Simplifiée               | Intercall                       | Financière LR           | Oddo Corporate Finance |
| juin-09 | Offre Publique d'Achat Simplifiée               | Cofidur                         | EMS Finance             | Crédit du Nord         |
| juin-09 | Offre Publique d'Achat Simplifiée               | Huis Clos                       | BG2P                    | Banque Palatine        |
| sept-09 | Rachat des CCI (1)                              | CRCAM Aquitaine                 | CRCAM Aquitaine         | Oddo Corporate Finance |
| sept-09 | Rachat des CCI (1)                              | CRCAM Centre Loire              | CRCAM Centre Loire      | Oddo Corporate Finance |
| nov-09  | Augmentation de capital avec suppression du DPS | Risc Group                      | STS Group               | HSBC                   |
| févr-10 | Offre Publique d'Achat Simplifiée               | Compagnie Intern. André Trigano | Etoile Holding 2        | BNP Paribas            |

(1) Opération non soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF

### 2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, les signataires de la présente et le responsable de la revue indépendante sont indépendants à l'égard de Solving, de la société de capital investissement Argos Soditic, de leurs conseils de leurs actionnaires respectifs. En conséquence, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

### 2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 45 000 €, hors taxes et débours.

### 2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Eric Blache, associés signataires, assistés de Roland Clère, directeur de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

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 19 octobre 2006.

Concernant les travaux en tant que tels, nous avons été consultés fin avril 2010 pour communiquer un avis consultatif préalable à la signature d'un accord entre Solving et Argos, portant sur les méthodes d'évaluation retenues par la Banque et sur les résultats auxquels elles conduisaient.

Notre intervention proprement dite s'est déroulée du 27 mai au 25 juin 2010, date à laquelle nous avons remis notre rapport.

Au cours de nos travaux et s'agissant de Solving, nous nous sommes principalement entretenus avec messieurs :

- Roland Fitoussi, Président du conseil de surveillance, et certains des membres du Conseil de Surveillance ;
- Filippo Mantegazza, Président du directoire ;
- Bernard Bohnert, Directeur financier.

Nous nous sommes également entretenus avec le Directeur général d'Argos, Monsieur Louis Godron, et le représentant de Bryan Garnier, Banque conseil de Solving, en la personne de Monsieur Henri-Pierre Jeancard.

Nos entretiens avec les responsables de la Société se sont déroulés les 25 et 29 mai et les 3 et 23 juin 2010 au siège social de Solving. Nous avons également rencontré les responsables d'Argos le 7 juin 2010. Ces entretiens ont été complétés par des conférences téléphoniques et des échanges électroniques. Ils ont notamment porté sur les points suivants :

- présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- description de l'activité de la Société et de son marché ;
- analyse du plan d'affaires et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- perspectives d'évolution de l'activité de la Société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité de Solving ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;
- analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- analyser les données financières prévisionnelles de Solving ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer la valeur par action de la Société par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- déterminer la valeur de l'obligation OCEANE ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Bryan Garnier, et réaliser un examen critique de ses travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par Bryan Garnier et par la direction financière de Solving. Il s'agit notamment de :

- le *Term Sheet* définitif décrivant les principales modalités de l'Opération, signé le 11 juin 2010 par Messieurs Godron (Argos), Fitoussi et Mantegazza (Solving) ;
- la liste des partenaires potentiels contactés par Bryan Garnier ;
- les offres indicatives communiquées à Bryan Garnier dans le cadre du mandat de recherche qui lui avait été confié ;
- la note d'opération du 12 octobre 2006, relative à l'émission de l'emprunt obligataire OCEANE de 13 M€ ;
- le document E du 4 décembre 2006, relatif à l'apport des actions de la société Synagir à Solving ;
- le document E du 14 juin 2007, relatif à l'apport des actions de la société Efeso Holdings Ltd à Solving ;
- la note d'opération du 10 janvier 2008, relative à l'augmentation de capital réservée de 1,6 million d'actions ;
- les documents de référence des exercices 2006 à 2009, ainsi que les rapports financiers annuels des exercices 2003 à 2009 ;
- les procès-verbaux du Directoire et les comptes rendus du Conseil de surveillance des exercices 2008, 2009 et jusqu'à avril 2010 ;
- le plan de développement 2010-2013 de la Société élaboré par la Direction ;
- l'attestation d'Oséo Ile de France reconnaissant le caractère innovant du « *toolkit* » développé par Solving ;
- l'étude du groupe Xerfi « Conseil en management » de février 2010 ;

- les éléments de conclusion du rapport de *due diligence* comptable établi à la demande d'Argos qui nous les a transmis (nous n'avons pu prendre connaissance directement de ce rapport) ;
- le projet de note d'information relatif à l'augmentation de capital réservée ;
- le projet de note d'information relatif à l'offre publique d'achat ;
- le rapport d'évaluation établi par Bryan Garnier ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Finance et eMAT. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières, que nous avons pu examiner avec les dirigeants de Solving et les représentants d'Argos, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance et, qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de Solving n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et 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.

### 3. PRESENTATION DE SOLVING

---

Solving est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 3 075 396 €, réparti en 8 069 269 actions de 0,38 € de nominal. Son siège social est situé à Paris, 144, avenue des Champs-Élysées dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement. La Société est cotée sur l'Eurolist C d'Euronext Paris (FR0004500106-OLV). Le 11 juin 2010, préalablement à l'annonce de l'Opération, sa capitalisation boursière atteint environ 12 M€ sur la base d'un cours de clôture de 1,48 €. En moyenne, en 2009, la Société a employé à travers ses différentes filiales, 259 personnes, dont 174 consultants, 31 personnels administratifs et 54 intervenants payés sur facture. Au titre de l'exercice 2009, Solving a réalisé un chiffre d'affaires de près de 50 M€, en baisse de 14,6 % par rapport à l'exercice précédent, pour un résultat d'exploitation de 2,5 M€, contre 5,4 M€ en 2008.

#### 3.1 Bref historique de la Société

Solving est une société de conseil en stratégie créée en 1980 par Monsieur Roland Fitoussi. Durant les années 80 et 90, la Société ouvre des bureaux en Europe (Espagne, Italie, Belgique, Allemagne), aux Etats-Unis et en Argentine. Solving s'introduit au Second Marché de la Bourse de Paris en 1998.

Les années 2000 marquent un tournant : alors que la croissance reposait principalement sur la création de filiales, Solving va initier une politique de croissance externe fondée sur l'acquisition de sociétés de conseil existantes. Elle débute en 1999 avec la prise de participation majoritaire dans la société leader du conseil en Suède, Bohlin & Strömberg. En 2001, la Société opère un autre virage stratégique en élargissant ses *practices* avec l'acquisition d'Efeso Holdings Ltd, société spécialisée dans le management opérationnel et l'organisation.

La Société étend également ses compétences sectorielles. D'abord concentrée sur les produits de grande consommation et la distribution, Solving avait développé des compétences dans l'industrie, avec le secteur automobile ou la chimie, et dans les télécoms. En 2006, la Société acquiert le cabinet Synagir, actif dans le conseil stratégique et l'organisation du secteur bancaire, et ouvre un bureau à Abu Dhabi (EAU). Elle émet également un emprunt obligataire OCEANE d'un montant de 13 M€ (brut), lui permettant de financer partiellement cette acquisition et de rembourser une partie de ses financements bancaires.

A partir de 2007, avec l'arrivée d'une nouvelle équipe de direction, Solving entreprend la rationalisation de sa structure en finalisant la prise de contrôle d'Efeso Holdings Ltd et en montant à 95% dans le capital de la filiale d'Efeso en France. Puis, en 2008, à la suite d'une augmentation de capital de 5,8 M€, la Société rachète les intérêts minoritaires de certaines filiales (Efeso Italie, Efeso Hongrie, Efeso Brésil, Efeso Suède et Solving USA), renforce sa participation dans d'autres (acquisition de la majorité chez IMCG aux Pays Bas) et acquiert la société Apex en Italie. La société s'implante également en Russie avec l'ouverture d'un bureau à Saint-Petersbourg.

En 2009, la Société adopte le nom de Solving Efeso International et poursuit sa politique de rachat d'intérêts minoritaires (Efeso aux Pays-Bas et en Espagne) et de restructuration (fusion de sociétés en Suède et en Espagne).

D'un point de vue financier, la situation de difficultés financières à laquelle a abouti la Société nous semble s'expliquer par plusieurs facteurs.

En premier lieu, il convient de noter le retournement intervenu en 2002. Après huit années de croissance ininterrompue (passage à l'an 2000, passage à l'Euro, grandes opérations de concentrations, importante croissance du secteur des NTIC), le secteur entre dans la crise avec l'explosion de la bulle internet au printemps 2000 et les attentats du 11 septembre 2001. Il faudra attendre 2006 pour que la profession retrouve son niveau d'activité de 2001<sup>4</sup>. En 2001, l'acquisition d'Efeso soutient la croissance de la Société mais l'activité se replie dès 2002. A compter de cette date, la croissance de Solving ressort globalement inférieure à celle du secteur, en dépit des acquisitions réalisées après 2001. La crise de 2008-2009 marque un coup d'arrêt brutal à la reprise de la croissance de la Société. En 2009, alors qu'il est anticipé une réduction de 5 à 10 % de l'activité du secteur en France, Solving affiche un chiffre d'affaires en retrait de l'ordre de 15 %, comparable, selon le management de Solving, au recul observé au plan international (notamment au Royaume-Uni et en Italie).

| en M€                              | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004         | 2005       | 2006         | 2007         | 2008       | 2009         |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                 | 56,5       | 67,1       | 64,7       | 60,4       | 43,3         | 43,6       | 45,9         | 54,1         | 58,1       | 49,6         |
| % croissance                       |            | 19%        | -4%        | -7%        | -28%         | 1%         | 5%           | 18%          | 7%         | -15%         |
| Résultat opérationnel              | 14,1       | 13,8       | 6,7        | 6,1        | 1,9          | 3,6        | 2,5          | 1,1          | 5,4        | 2,5          |
| en % du CAHT                       | 25%        | 21%        | 10%        | 10%        | 4%           | 8%         | 5%           | 2%           | 9%         | 5%           |
| Résultat net                       | 6,4        | 5,4        | 1,1        | 1,1        | (3,3)        | 1,8        | 0,6          | (5,6)        | 2,0        | 0,2          |
| <b>Résultat net part du groupe</b> | <b>2,1</b> | <b>2,2</b> | <b>0,9</b> | <b>0,4</b> | <b>(3,8)</b> | <b>0,4</b> | <b>(0,8)</b> | <b>(6,2)</b> | <b>1,1</b> | <b>(0,3)</b> |
| Taux d'affectation des consultants |            |            |            | 65%        | 61%          | 71%        | 69%          | 71%          | 70%        | 61%          |

Parallèlement, depuis 2001, la Société a connu une érosion quasi continue de sa rentabilité. Si les cabinets de conseil ne présentent plus des taux de marge opérationnelle à deux chiffres, leurs performances sont supérieures à celle de la Société : sur la période 2004-2008, leur résultat d'exploitation moyen ressort à 8 %<sup>1</sup> contre moins de 6 % chez Solving. Cette situation s'explique, en partie du moins, par un taux d'affectation inférieur aux standards de la profession qui s'établissent à environ 75 % dans les métiers du conseil en management, contre 68 % en moyenne chez Solving (période 2003-2008).

Enfin, les résultats nets de la Société sont obérés par d'importants coûts de financement et de restructuration, et par une situation fiscale qui ne lui permet pas d'optimiser sa charge d'impôt. En effet, certaines filiales présentent des résultats fortement bénéficiaires qui ne peuvent pas être compensés avec les pertes réalisées par le groupe d'intégration fiscale constitué en France autour de la société tête de groupe.

Cette situation opérationnelle peu favorable n'a pas permis à la Société d'absorber le coût d'une croissance externe réalisée à des périodes de valorisation élevée (2000-2001 et 2006-2007), même si elles ont été payées pour partie par échange de titres.

<sup>4</sup> Xerfi 700, Conseil en management, février 2010

| en M€                                            | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007          | 2008         | 2009         |
|--------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Capacité d'autofinancement                       | 9,4          | 9,3          | 3,1          | 2,9          | 0,2          | 3,3          | 1,0          | (3,1)         | 1,5          | 0,6          |
| Variation du BFR                                 | (7,5)        | 0,3          | 2,3          | 1,6          | 0,1          | 2,3          | (0,8)        | 2,4           | (1,7)        | 2,5          |
| <b>Flux de trésorerie lié à l'exploitation</b>   | <b>1,9</b>   | <b>9,7</b>   | <b>5,4</b>   | <b>4,4</b>   | <b>0,3</b>   | <b>5,6</b>   | <b>0,2</b>   | <b>(0,8)</b>  | <b>(0,2)</b> | <b>3,1</b>   |
| <b>Flux de trésorerie lié à l'investissement</b> | <b>(3,8)</b> | <b>(8,1)</b> | <b>(5,0)</b> | <b>(0,8)</b> | <b>0,2</b>   | <b>(0,7)</b> | <b>(7,7)</b> | <b>(12,9)</b> | <b>(3,4)</b> | <b>(1,8)</b> |
| Variation de capital                             | 0,0          | 0,1          | 0,5          | 0,7          | 0,6          | (0,3)        | 6,1          | 7,0           | 6,1          | 0,1          |
| Dividendes                                       | (3,2)        | (5,7)        | (3,4)        | (2,3)        | (1,7)        | (1,1)        | (1,4)        | (0,7)         | (0,5)        | (0,9)        |
| Emprunts                                         | 7,9          | 5,2          | 4,7          | (3,8)        | (2,0)        | (2,2)        | 5,3          | 4,6           | (0,0)        | (2,1)        |
| <b>Flux de trésorerie lié au financement</b>     | <b>4,8</b>   | <b>(0,4)</b> | <b>1,8</b>   | <b>(5,4)</b> | <b>(3,2)</b> | <b>(3,7)</b> | <b>10,0</b>  | <b>10,9</b>   | <b>5,5</b>   | <b>(2,8)</b> |
| Incidence des taux de change                     | 0,1          | (0,2)        | (0,4)        | 0,3          | (0,6)        | (0,8)        | 0,3          | (0,2)         | (0,4)        | (0,5)        |
| <b>Variation de trésorerie</b>                   | <b>3,0</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,9</b>   | <b>(1,5)</b> | <b>(3,2)</b> | <b>0,4</b>   | <b>2,8</b>   | <b>(2,8)</b>  | <b>1,6</b>   | <b>(1,9)</b> |
| Capitaux propres                                 | 18,3         | 20,1         | 19,0         | 16,4         | 11,4         | 12,2         | 17,5         | 15,9          | 22,9         | 21,6         |
| Endettement financier net                        | 2,8          | 7,0          | 9,9          | 7,6          | 8,7          | 6,1          | 7,8          | 16,1          | 17,3         | 16,8         |

Source : Documents de référence Solving Efeso International. En IFRS à compter de 2004

La Société a par conséquent eu recours à un endettement croissant auquel Solving n'est plus en mesure de faire face dans un contexte de crise mondiale. Depuis 2006, les *covenants* bancaires ne sont plus respectés. Au second semestre 2009, la Société a obtenu le rééchelonnement de ses financements bancaires à court terme dont le remboursement total s'étale jusqu'au premier quadrimestre 2011. Par ailleurs, Solving doit également faire face à une crise de liquidité à court terme, certaines dettes étant échues au 31 décembre 2009, telles que détaillées dans le tableau ci-dessous :

| En K€                               | Dettes échues au |                | Cumul          |
|-------------------------------------|------------------|----------------|----------------|
|                                     | 31-déc.-09       | 30-juin-10     |                |
| Crédits vendeurs des minoritaires   | (1 088)          | (328)          | (1 416)        |
| Dettes fournisseurs                 | (590)            |                | (590)          |
| Conseils et commissaires au comptes |                  | (278)          | (278)          |
| Jugement prud'homal                 |                  | (600)          | (600)          |
| Remboursement de dettes bancaires   |                  | (700)          | (700)          |
| Dividendes aux minoritaires         |                  | (477)          | (477)          |
| <b>Total dettes externes</b>        | <b>(1 678)</b>   | <b>(2 383)</b> | <b>(4 060)</b> |

A ces montants, s'ajoute 1 M€ dus aux associés. On notera enfin que le 2 janvier 2012 interviendra le remboursement des obligations OCEANE pour un montant de 13,5 M€.

L'ensemble de ces éléments a donc conduit les responsables de Solving à solliciter l'intervention d'un partenaire financier afin de les accompagner dans son redressement, dans les conditions décrites supra.

### 3.2 Activités et marchés de la Société

Au cours de son histoire, la Société a développé ses activités dans les domaines de la Stratégie, et du conseil en management et en organisation. Cette dernière *practice* (appelée également Optimisation de la Performance Opérationnelle) se décline dans l'industrie (ou WCOM™)<sup>5</sup>, les services et la logistique (efficacité de la fonction achats). Elle a été acquise notamment auprès d'Efeso pour l'industrie, et de Synagir pour le secteur bancaire.

Au cours des dernières années, cette activité est devenue la principale contributrice en termes de chiffre d'affaires.

<sup>5</sup> World Class Operations Management™

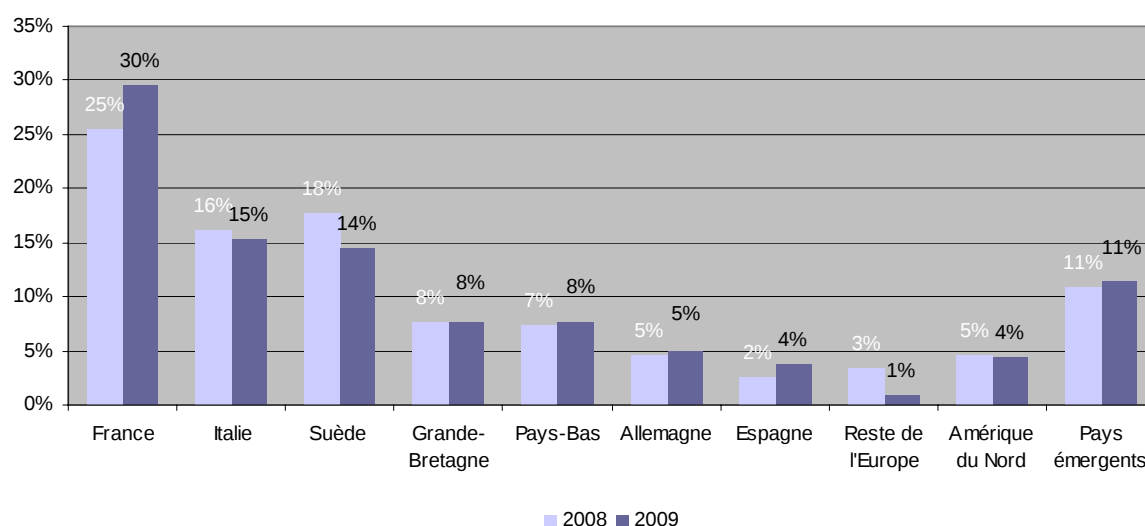
| Répartition du CA par <i>practice</i>       | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------------------------------|------|------|------|------|
| Optimisation de la performance-industrie    | 50%  | 55%  | 57%  | 63%  |
| Optimisation de la performance-services     | 5%   | 15%  | 13%  | 8%   |
| Efficacité de la fonction achats-logistique | 15%  | 10%  | 10%  | 8%   |
| Stratégie                                   | 30%  | 20%  | 20%  | 21%  |

Solving adresse principalement les sociétés internationales (Grands Comptes) qui représentent 50 % de sa clientèle. Les secteurs sur lesquels la Société intervient sont divers (automobile, sidérurgie, finance, *utilities*...) mais le secteur des produits de grande consommation reste le plus important et représente 35 % du chiffre d'affaires. Comme ses concurrents, Solving voit dans le *green business* (développement durable, environnement...) un relais de croissance important.

S'agissant de la méthodologie développée, Solving s'appuie sur une base de données, le « toolkit », qui collecte les problématiques rencontrées, les recommandations effectuées et le résultat de leur mise en œuvre. Elle constitue un outil d'amélioration de la performance des consultants en leur permettant d'accéder facilement en plus de 20 langues, à des outils et des méthodologies adaptées aux questions des clients. Elle constitue également un outil de préservation des savoirs indépendant de la présence des consultants dans l'entreprise. Enfin, cet outil, dont Oséo a reconnu le caractère innovant, permet à la Société d'obtenir un crédit d'impôt recherche au titre de certains de ses coûts de développement (233 K€ en 2009).

Solving est implantée dans une quinzaine de pays dans le monde à travers ses filiales. Le marché français est le plus important et représente 30 % du chiffre d'affaires en 2009.

Répartition géographique du chiffre d'affaires 2008 et 2009



### 3.3 Comptes clos au 31 décembre 2009 et évolution des performances financières

#### Compte de résultat

Au cours de l'exercice 2009, Solving a réalisé un chiffre d'affaires de 49,6 M€, en diminution de 14,6 % par rapport à l'exercice précédent.

| Compte de résultat consolidé (K€)        | 2008          | % du CA | 2009          | % du CA |
|------------------------------------------|---------------|---------|---------------|---------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                | <b>58 072</b> | 100,0%  | <b>49 613</b> | 100,0%  |
| % de croissance                          |               |         | -14,6%        |         |
| Autres produits de l'activité            | 379           | 0,7%    | 524           | 1,1%    |
| Achats consommés                         | (158)         | -0,3%   | (19)          | 0,0%    |
| Charges de personnel                     | (21 913)      | -37,7%  | (20 111)      | -40,5%  |
| Charges externes                         | (29 853)      | -51,4%  | (26 993)      | -54,4%  |
| Impôts et taxes                          | (502)         | -0,9%   | (117)         | -0,2%   |
| Dotations aux amortissements             | (366)         | -0,6%   | (404)         | -0,8%   |
| Dotations aux provisions                 | (306)         | -0,5%   | (5)           | 0,0%    |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>     | <b>5 352</b>  | 9,2%    | <b>2 489</b>  | 5,0%    |
| Autres produits et charges opérationnels | (64)          | -0,1%   | (445)         | -0,9%   |
| <b>Résultat opérationnel</b>             | <b>5 288</b>  | 9,1%    | <b>2 044</b>  | 4,1%    |
| Produits de trésorerie                   | 3             | 0,0%    |               | 0,0%    |
| Coût de l'endettement                    | (1 521)       | -2,6%   | (1 433)       | -2,9%   |
| Autres produits et charges financiers    | (453)         | -0,8%   | 44            | 0,1%    |
| <b>Résultat avant impôt</b>              | <b>3 317</b>  | 5,7%    | <b>655</b>    | 1,3%    |
| Impôt sur les sociétés                   | (1 291)       | -2,2%   | (582)         | -1,2%   |
| Résultat des activités abandonnées       | (29)          | 0,0%    | 91            | 0,2%    |
| <b>Résultat net</b>                      | <b>1 997</b>  | 3,4%    | <b>164</b>    | 0,3%    |
| dont part du groupe                      | 1 077         | 1,9%    | (320)         | -0,6%   |
| dont intérêts minoritaires               | 920           | 1,6%    | 484           | 1,0%    |

La diminution du volume d'activité est la principale cause de la baisse du résultat d'exploitation. Le coût de l'endettement restant pratiquement fixe, son incidence est directe sur le résultat avant impôt.

Une approche analytique permet une meilleure compréhension de l'évolution du compte de résultat entre les exercices (l'écart avec les données comptables provient du reclassement de produits sur exercices antérieurs).

| en K€                           | 2007          | % CA          | 2008          | % CA          | 2009          | % CA          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nombre de jours vendus (j.)     | 40 050        |               | 41 800        |               | 35 136        |               |
| % croissance                    |               |               | 4,37%         |               | -15,94%       |               |
| Taux journalier moyen (€/j.)    | 1 240         |               | 1 263         |               | 1 281         |               |
| % croissance                    |               |               | 1,85%         |               | 1,41%         |               |
| Chiffre d'affaires consultants  | 49 662        | 91,8%         | 52 793        | 90,9%         | 45 002        | 90,9%         |
| Charges refacturées             | 4 426         | 8,2%          | 5 279         | 9,1%          | 4 499         | 9,1%          |
| <b>Chiffre d'affaires total</b> | <b>54 088</b> | <b>100,0%</b> | <b>58 072</b> | <b>100,0%</b> | <b>49 501</b> | <b>100,0%</b> |
| % croissance                    |               |               | 7,37%         |               | -14,76%       |               |

Le tableau ci-avant montre clairement la diminution du nombre de jours vendus entre 2008 et 2009 (-15,9 %), alors qu'il avait augmenté de plus de 4 % entre 2007 et 2008. L'augmentation du taux journalier moyen vient quelque peu compenser la baisse des volumes. La combinaison des deux effets conduit à la comptabilisation d'un chiffre d'affaires en baisse de 14,8 %.

En France, les analyses récentes du marché du conseil tablaient sur une réduction de l'activité comprise entre 5 et 10 %<sup>6</sup>, estimation affinée depuis dans une fourchette comprise entre -5 et -7 % selon les sources. Il s'agit là d'une situation que l'industrie n'a pas connue depuis 2003. La crise mondiale a sévèrement touché le secteur ; les acteurs subissent les répercussions de l'arrêt ou de la suspension des projets de leurs clients. Ces derniers en profitent pour accentuer la pression sur les prix. Les cabinets de conseil sont donc contraints d'arbitrer entre une augmentation du taux d'intercontrat et la baisse des tarifs. Les éléments communiqués par Solving montrent que le choix a été de maintenir les prix de vente au détriment du niveau d'activité, comme le montre l'évolution du coût de la sous-activité et du taux d'affectation des consultants en volume.

| en K€                                      | 2007          | % CA          | 2008          | % CA          | 2009          | % CA          |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Chiffre d'affaires total</b>            | <b>54 088</b> | <b>100,0%</b> | <b>58 072</b> | <b>100,0%</b> | <b>49 501</b> | <b>100,0%</b> |
| % croissance                               |               |               | 7,37%         |               | -14,76%       |               |
| Coût standard consultants (1)              | (26 033)      | -48,1%        | (25 665)      | -44,2%        | (21 553)      | -43,5%        |
| Charges directes standards                 | (5 759)       | -10,6%        | (6 582)       | -11,3%        | (5 347)       | -10,8%        |
| Coûts directs des consultants              | (31 792)      | -58,8%        | (32 247)      | -55,5%        | (26 899)      | -54,3%        |
| Coût de la sous-activité                   | (2 600)       | -4,8%         | (2 091)       | -3,6%         | (4 797)       | -9,7%         |
| Taux d'affectation (% j. vendus/j. totaux) | 71%           |               | 70%           |               | 61%           |               |
| <b>Marge s/ coûts directs</b>              | <b>19 696</b> | <b>36,4%</b>  | <b>23 734</b> | <b>40,9%</b>  | <b>17 805</b> | <b>36,0%</b>  |
| (1) y compris consultants sur facture      |               |               |               |               |               |               |

Ce choix pourrait s'avérer payant en cas de redémarrage : des tarifs ajustés à la baisse servent de nouvel étalon pour les acheteurs et leur hausse brutale serait mal comprise. Il n'en reste pas moins que la Société a sous-performé de manière importante son secteur en 2009, comme au cours des années précédentes en moyenne. Cependant, comme le montre le tableau ci-dessous, la réorganisation entamée en 2007 avait eu des effets positifs directs en 2008 sur la rentabilité de la Société qui était alors en ligne avec celles de ses concurrents, pour lesquels le niveau d'Ebit moyen ressortait à 8,5 % (8,2 % pour les cabinets dont le chiffre d'affaires est compris entre 25 et 100 M€, et 9,2 % pour ceux dont le chiffre d'affaires est supérieur à 100 M€).

| en K€                                      | 2008          | % CA         | 2009          | % CA         |
|--------------------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Marge s/ coûts directs</b>              | <b>23 734</b> | <b>40,9%</b> | <b>17 805</b> | <b>36,0%</b> |
| Coûts indirects variables                  | (2 952)       | -5,1%        | (2 430)       | -4,9%        |
| Coûts indirects fixes                      | (11 617)      | -20,0%       | (10 504)      | -21,2%       |
| Bonus                                      | (3 141)       | -5,4%        | (2 085)       | -4,2%        |
| <b>EBE</b>                                 | <b>6 024</b>  | <b>10,4%</b> | <b>2 786</b>  | <b>5,6%</b>  |
| Dotations aux amortissements et provisions | (673)         | -1,2%        | (409)         | -0,8%        |
| Produits et charges non courants           | (64)          | -0,1%        | (334)         | -0,7%        |
| <b>EBIT</b>                                | <b>5 287</b>  | <b>9,1%</b>  | <b>2 044</b>  | <b>4,1%</b>  |

<sup>6</sup> Xerfi 700, Conseil en management, février 2010

En 2009, il semble que l'intensité de la crise ait eu raison des efforts engagés par Solving, encore fragilisée par une situation financière précaire.

## Bilan

Au 31 décembre 2009, le bilan consolidé de la Société se présente comme suit :

| Bilan consolidé actif ( K€)              | 2008          | 2009          |
|------------------------------------------|---------------|---------------|
| Ecart d'acquisition                      | 31 453        | 32 775        |
| Autres immobilisations incorporelles     | 383           | 492           |
| Immobilisations corporelles              | 792           | 694           |
| Actifs financiers disponibles à la vente | 29            | 52            |
| Autres actifs non courants               | 242           | 458           |
| Actifs d'impôts non courants             | 655           | 845           |
| <b>Total actifs non courants</b>         | <b>33 554</b> | <b>35 316</b> |
| Stocks et encours                        | 19            |               |
| Clients et comptes rattachés             | 17 757        | 16 213        |
| Autres actifs courants                   | 4 408         | 3 790         |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie  | 4 817         | 2 893         |
| <b>Total actifs courants</b>             | <b>27 001</b> | <b>22 896</b> |
| <b>Total actif</b>                       | <b>60 554</b> | <b>58 211</b> |

| Bilan consolidé passif ( K€)              | 2008          | 2009          |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| Capital émis                              | 3 028         | 3 075         |
| Autres réserves                           | 17 046        | 17 606        |
| Résultat de l'exercice                    | 1 077         | (320)         |
| <b>Capitaux propres groupe</b>            | <b>21 151</b> | <b>20 361</b> |
| <b>Intérêts minoritaires</b>              | <b>1 753</b>  | <b>1 251</b>  |
| Emprunts et dettes financières long terme | 12 035        | 12 471        |
| Passifs d'impôts non courants             | 132           | 31            |
| Provisions à long terme                   | 1 064         | 1 538         |
| <b>Passifs non courants</b>               | <b>13 231</b> | <b>14 040</b> |
| Fournisseurs et comptes rattachés         | 6 034         | 6 505         |
| Emprunts à court terme                    | 9 273         | 7 224         |
| Autres passifs courants                   | 9 112         | 8 830         |
| <b>Passifs courants</b>                   | <b>24 419</b> | <b>22 559</b> |
| <b>Total passif</b>                       | <b>60 554</b> | <b>58 211</b> |

En 2009, les principaux postes de bilan se composent des éléments suivants :

- (i) Les écarts d'acquisition résultent des opérations de rapprochement menées par la Société. Ils sont principalement issus de l'achat d'Efeso Holdings Ltd (16 M€), réalisé en 2001 et complété en 2007, de celui de Synagir (7,8 M€), réalisé en 2006, et de celui de Solving Efeso Srl (Italie, 2,6 M€).
- (ii) Le poste client, qui regroupe les factures émises et les encours de production sous forme de facture à établir, s'élève à 16,2 M€, soit 32,7 % du chiffre d'affaires, en augmentation par rapport à 2008 (30,6 %).
- (iii) Les autres créances courantes sont majoritairement composées de créances sociales et fiscales (2,4 M€), et des créances diverses (1,2 €).
- (iv) Les dettes financières, à court et long terme, se détaillent comme suit :

| Dettes financières (M€)                 | 2008          | 2009          |
|-----------------------------------------|---------------|---------------|
| Emprunt obligataire OCEANE              | 12,0          | 12,5          |
| Affecturage                             |               | 3,0           |
| Dettes financières de la mère           | 4,9           | 2,9           |
| Dettes financières diverses de la mère  |               | 0,5           |
| Dettes financières des filiales         | 4,4           | 0,8           |
| <b>Total dettes financières</b>         | <b>21,3</b>   | <b>19,6</b>   |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie | 4,8           | 2,9           |
| <b>Position financière nette</b>        | <b>(16,5)</b> | <b>(16,7)</b> |

En application des normes comptables IFRS, l'emprunt obligataire OCEANE a été partiellement reclassé en fonds propres. La prime de remboursement est comptabilisée progressivement jusqu'à l'échéance, date à laquelle le capital à rembourser s'élèverait en principe à 13,5 M€.

- (v) Les provisions à long terme sont principalement constituées des provisions pour indemnités de départ en retraite (0,5 M€) et par des provisions pour risques et charges majoritairement liées à des litiges prud'homaux.
- (vi) Les autres passifs courants regroupent les dettes fiscales et sociales (4,9 M€) et des dettes diverses (3,6 M€, dont 1,2 M€ de crédit vendeur sur les intérêts minoritaires acquis par Solving).

Il convient de noter que la Société dispose de 10,2 M€ de déficits reportables non activés et générés au niveau du holding du Groupe.

### 3.4 Plan d'affaires prévisionnel 2010-2013

Le plan d'affaires sur lequel se fonde nos travaux, présenté sous forme résumée ci-dessous, a été établi par le management après la prise de connaissance du chiffre d'affaires consolidé du premier trimestre 2010. Les prévisions sont modélisées à périmètre d'activité constant ; il ne prévoit ni opération de croissance externe significative ni rachat d'intérêts minoritaires. Ce plan repose sur une hypothèse de continuité de l'exploitation qui implique la résolution de la crise de liquidité que traverse actuellement la Société (cf. supra).

|                                                                       | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        |
|-----------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                                             | <b>49,6</b> | <b>50,3</b> | <b>52,6</b> | <b>54,3</b> | <b>57,8</b> |
| Variation                                                             | -14,6%      | 1,4%        | 4,4%        | 3,4%        | 6,4%        |
| <b>Résultat opérationnel courant (1)</b>                              | <b>2,5</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,6</b>  | <b>7,5</b>  |
| En % du CA                                                            | 5,0%        | 10,0%       | 11,3%       | 12,2%       | 12,9%       |
| (1) Après ajustement accepté à la suite de l'audit commandé par Argos |             |             |             |             |             |

*[Note : Conformément à la réglementation applicable (article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006), la Société a décidé de préserver la confidentialité de certains éléments figurant dans le plan d'affaires prévisionnel 2010-2013 en ne les reproduisant pas dans la note en réponse].*

Abstraction faite des opérations de refinancement envisagées dans le présent rapport, la résolution de ces difficultés nécessiterait de manière immédiate l'obtention de financements complémentaires. Par ailleurs, à horizon du 1<sup>er</sup> janvier 2012, la continuité de l'exploitation suppose le refinancement de l'emprunt obligataire OCEANE, pour un montant de 13 469 K€ (prime de remboursement incluse). En cas d'échec, d'autres scénarios, qui n'ont pas été développés, devraient être envisagés après placement sous administration judiciaire, en vue d'un plan de continuation ou de plans de cession d'actifs. En tout état de cause, ces issues seraient destructrices de valeur pour les actionnaires de l'entité cotée, à l'image d'un BearingPoint démantelé après n'avoir pas su gérer une croissance externe coûteuse.

#### a) Evolution du chiffre d'affaires

Après la baisse de 14,6 % du chiffre d'affaires consolidé observée en 2009, il est attendu une stabilisation de l'activité en 2010, puis une reprise de la croissance les années ultérieures, permettant de renouer en 4 ans - en 2013- avec le niveau de chiffre d'affaires précédemment atteint en 2008, soit environ 58 M€. S'agissant de l'année en cours, les derniers chiffres publiés font état d'un recul de 7% sur un an du chiffre d'affaires au premier trimestre 2010, ou d'une baisse de 6% par rapport au dernier trimestre 2009. A ce stade, la réalisation de la prévision budgétaire suppose une reprise de l'activité au 2<sup>nd</sup> semestre qui est loin d'être acquise, même si la progression du carnet de commandes permet au management de maintenir ses objectifs pour 2010. On notera que la progression attendue du chiffre d'affaires pour les années 2011-2013 proviendrait à 60% d'un effet-prix, le solde résultant de la croissance du nombre de jours de consultants facturés. Cette bonne performance serait atteinte sans bouleversement des poids relatifs du conseil en stratégie et du conseil opérationnel au sein du portefeuille d'activités.

#### b) Evolution des marges

S'agissant des marges prévisionnelles, après la chute du taux d'activité des consultants observée en 2009, passé de 70% à 61%, il est attendu un retour à un niveau normal de productivité des consultants à partir de 2010, et une progression légèrement moins rapide des frais directs de production comparée à celle des prix de vente. A cette amélioration viendrait s'ajouter la réduction des charges d'exploitation indirectes, tant pour leur partie fixe que variable. Les effets cumulés de la reprise de l'activité, de la hausse des prix de vente et de l'abaissement du point mort opérationnel se traduiraient à horizon 2013 par un taux de marge opérationnelle courante proche de 13,5%, qui se compare à un taux de 9% atteint en 2008, le plus élevé relevé au cours des 5 derniers exercices publiés.

#### c) Conclusion sur le plan d'affaires

Le plan d'affaires pour la période 2010 – 2013 s'inscrit dans le prolongement du plan « Strategy in action 2007 – 2010 », qui s'appuie sur la généralisation des synergies entre lignes d'activité et la réduction des coûts de structure. Il implique que la Société parvienne à accroître la valeur ajoutée de ses prestations grâce à l'adéquation de son positionnement concurrentiel. Afin d'illustrer la sensibilité du modèle de prévisions à l'amélioration de la valeur ajoutée, on notera que le différentiel entre croissance des prix de vente et du prix de revient de la production tel qu'attendu entre 2009 et 2013, contribue à hauteur de 1,4% à la marge opérationnelle courante proche de 13,5 % attendue en 2013<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Pour apprécier l'incidence de cette variable sur la valeur, voir partie 4.2. Actualisation des flux futurs de trésorerie

## 4. TRAVAUX D'EVALUATION

---

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2010-2013 établi par la direction du Groupe. Compte tenu de l'objet de notre mission, nous avons distingué, s'agissant du prix de l'action Solving :

- une approche de la valeur ne tenant pas compte des opérations d'augmentation de capital afin d'émettre une opinion sur le niveau de prix de 1,40 €. Sachant qu'aucun scénario spécifique n'a été développé dans ce cas, l'approche de la valeur a été réalisée sur la base :
  - de l'actualisation des flux de trésorerie issus du plan d'affaires décrit ci-avant, après adaptation du taux d'actualisation ;
  - du cours de bourse ;
  - des prix par action Solving proposés par les partenaires financiers intéressés.
- une évaluation de l'action Solving post-opérations d'augmentation de capital, réservée et avec maintien du DPS, i.e. supposant que les menaces sur la continuité d'exploitation à court et moyen terme sont levées, fondée sur :
  - la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ;
  - la méthode des comparables boursiers ;
  - les prix de transaction proposés par les partenaires financiers.

### 4.1 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Solving

#### 4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les éléments incorporels, tels que les écarts d'acquisition, acquis par le Groupe et éventuellement dépréciés, et l'endettement total.

Les comptes consolidés 2009 font ressortir des écarts d'acquisition de 32,8 M€. Ces derniers font l'objet de tests de dépréciation menés en actualisant les cash flows prévisionnels de filiales concernées à un taux de 7,58%. Ce taux retenu pour déterminer une valeur d'utilité dans une optique de détention à long terme des actifs, nous semble inférieur à celui qui serait exigé à court terme par des investisseurs compte tenu de la crise de liquidité à laquelle la Société doit faire face. Par ailleurs, dans l'optique d'évaluer la Société après les deux augmentations de capital envisagées, nous estimons que le taux d'actualisation qui reflèterait les conditions de marché actuelles serait également supérieur à celui retenu dans les tests de dépréciation de la Société (cf. infra).

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre de 8 069 269 actions, ressort à 2,52 € par action au 31 décembre 2009. En ajustant ce dernier des deux augmentations de capital en numéraire prévues dans la présente Opération, sur la base de 22 354 985 actions, l'actif net à fin décembre ressort à 1,81 €.

#### 4.1.2 Actif net réévalué

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan du Groupe. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels, figurant ou non à l'actif du bilan, approche indirectement mise en œuvre par ailleurs avec l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apportait pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

#### 4.1.3 Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. Ces conditions ne sont pas remplies s'agissant de Solving, la Société n'ayant pas distribué de dividendes au titre des 6 derniers exercices.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du rendement des titres cotés exigée par les actionnaires minoritaires et qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

#### 4.1.4 Transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation issus de transactions récentes. Pour être mise en œuvre, la méthode nécessite de disposer d'informations fiables. Outre le fait que les sociétés faisant l'objet de la transaction doivent être comparables en termes d'activités, de rentabilité et de croissance, la pertinence de la méthode est également liée au caractère comparable du contexte de la transaction. L'ensemble de ces paramètres n'a pu être réuni au cas présent.

Pour mémoire, nous avons relevé les trois acquisitions portant sur les sociétés suivantes :

- en mars 2008, Joynes Pike & Associates, cabinet britannique de conseil en ingénierie, employant 170 collaborateurs (multiple d'EBIT<sup>8</sup> de 8,5x) ;

---

<sup>8</sup> Pour *Earnings Before Interests & Taxes*, assimilé au Résultat opérationnel courant.

- en juin 2008, Helm Corp, société de conseil internationale, basée à l'origine en Irlande et en Grande-Bretagne, spécialisée dans le secteur public, qui emploie plus de 2 000 collaborateurs, (multiple d'EBIT de 5,6x) ;
- en février 2009, Leyton & Associés, société de conseil opérationnel en réduction de coûts, présente en France et à l'international, qui emploie 550 collaborateurs (multiple d'EBIT de 12,3x)<sup>9</sup>.

Basés sur les derniers comptes publiés précédant chacune des transactions, ces multiples devraient en principe s'appliquer aux agrégats de la Société issus des comptes 2009. Toutefois, compte tenu de la baisse du chiffre d'affaires et de la rentabilité enregistrée au cours de cet exercice, cette approche conduirait à des valorisations qui nous semblent incohérentes avec celles issues des comparaisons boursières et de l'actualisation des cash flows, lesquelles se fondent sur le retour rapide des marges à des niveaux normatifs. A titre informatif, l'application de ces multiples aux exercices 2008 et 2010, après augmentation de capital, conduirait à des valeurs de l'action Solving comprises entre 1,5 € et 1,64 €.

## 4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Solving

### 4.2.1 Cours de bourse de Solving (avant annonce de l'Opération)

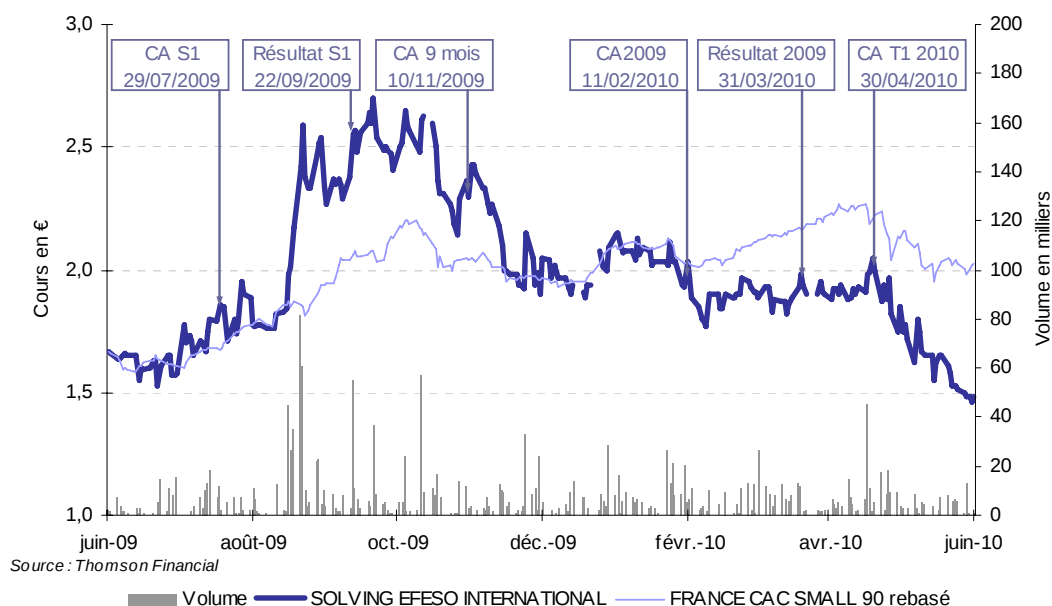
#### a) Sous-performance du cours sur un an précédant l'annonce de l'Opération

Sur une période d'un an, le cours de l'action a sous-performé comparé à l'indice des sociétés de petite capitalisation (CAC Small 90), excepté au cours des mois de septembre et d'octobre 2009, période encadrant l'annonce des résultats du premier semestre 2009, laquelle est intervenue le 22 septembre. Après avoir touché un plus bas à 1,53 € lors de la séance du 2 juillet 2009, le cours de clôture a ainsi atteint un plus haut de 2,70 € lors de la séance du 1<sup>er</sup> octobre 2009. Ces bons résultats se sont par la suite dissipés, la performance de l'action revenant dans la moyenne constatée pour les sociétés de l'indice à partir de décembre et jusqu'à l'annonce du chiffre d'affaires de l'exercice 2009, intervenue le 11 février 2010. Par la suite, le cours de la Société n'a pas profité de la reprise des marchés observée en avril 2010, puis a amplifié le retournement de l'indice avec la publication d'un chiffre d'affaires décevant au premier trimestre 2010 (le 30 avril 2010). Les cours de clôture enregistrés durant la dernière semaine précédant la suspension de la cotation<sup>10</sup> se situent ainsi dans une fourchette comprise entre 1,46 € et 1,50 €.

<sup>9</sup> On notera que le chiffre d'affaires du cabinet Leyton & Associés présente des taux de croissance non comparables à ceux de Solving. L'écart de multiple avec les travaux de la Banque provient du choix de l'exercice de référence.

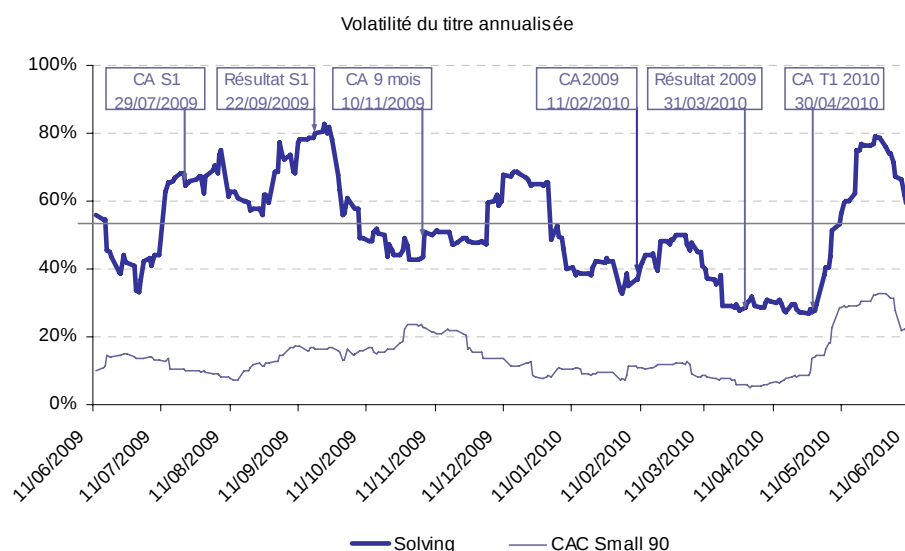
<sup>10</sup> Suspension intervenue le lundi 14 juin 2010.

Evolution des cours et des volumes (1 an)



#### b) Forte volatilité des rendements du titre

Au cours des douze derniers mois, les rendements du titre ont présenté une volatilité annualisée de 55%. Cette dernière varie entre 25% et 85%<sup>11</sup>. Cette forte dispersion des rendements du titre est relativement indépendante de celle de l'indice, excepté depuis fin avril, période au cours de laquelle, le cours de l'action a largement amplifié les soubresauts du marché, pour atteindre une volatilité de près de 80% fin mai 2010.



<sup>11</sup> Volatilités annualisées sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants.

### c) Faibles liquidité et rotation du flottant

La moyenne pondérée des 20 cours de clôture arrêtée au 11 juin 2010, soit 1,58 €, fait ressortir une capitalisation boursière de Solving de 12,8 M€, et un flottant (42%) de 5,4 M€. Au cours des 12 derniers mois, il a été échangé 1 837 252 titres, soit un taux de rotation annuelle de 23% du capital et de 54% du flottant, dans des volumes qui ont eu tendance à se réduire au cours de la période récente, les transactions quotidiennes portant sur moins de 3 900 titres en moyenne au cours des 20 derniers jours de bourse.

### d) Synthèse de l'analyse du cours de bourse

Du fait de la taille réduite, de sa capitalisation boursière et des performances financières décevantes de la Société, l'action Solving n'est plus suivie par les analystes ; la dernière note dont nous avons connaissance a été publiée en avril 2007. L'absence de suivi, la faible liquidité du titre et le contexte de retournement dans lequel se situe la Société se traduisent par une très forte volatilité de son cours de bourse, lequel confère à l'action un statut de placement spéculatif. L'ensemble de ces facteurs relativise la pertinence du critère du cours de bourse. On notera que le non respect des covenants relatifs à la dette bancaire est connu depuis la publication des comptes 2006 et que l'intention de la Société de refinancer ses obligations OCEANE a été indiquée en septembre 2009 lors de la présentation des résultats du premier semestre. Enfin, le rééchelonnement de la dette bancaire a été porté à la connaissance des actionnaires lors de la publication des comptes 2009 en mai 2010. Toutefois, le public n'avait pas été informé des retards de règlement, lesquels se sont amplifiés au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2010, étant précisé que la négociation avec Argos était en cours au moment de cette publication.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 11 juin 2010, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont reproduits dans le tableau ci-après :

| Prix et volume quotidien | Plus haut | Plus bas | Cours moyen pondéré | Volume échangé | Moyenne quotidienne | % capital échangé | % capital échangé (flottant) |
|--------------------------|-----------|----------|---------------------|----------------|---------------------|-------------------|------------------------------|
| 36 mois                  | 6,06      | 1,25     | 2,59                | 3 532 207      | 4 517               | 43,8%             | 104,2%                       |
| 24 mois                  | 3,27      | 1,25     | 2,08                | 2 612 948      | 5 006               | 32,4%             | 77,1%                        |
| 12 mois                  | 2,85      | 1,41     | 2,10                | 1 837 252      | 7 039               | 22,8%             | 54,2%                        |
| 6 mois                   | 2,28      | 1,41     | 1,92                | 777 988        | 5 985               | 9,6%              | 23,0%                        |
| 3 mois                   | 2,20      | 1,41     | 1,84                | 401 920        | 6 090               | 5,0%              | 11,9%                        |
| 20 jours de bourse       | 1,80      | 1,41     | 1,58                | 77 700         | 3 885               | 1,0%              | 2,3%                         |
| Spot                     | 1,48      | 1,46     | 1,48                | 501            | 501                 | 0,0%              | 0,0%                         |

Les synthèses établies postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> trimestre 2010, soit à partir des 20 derniers jours de bourse arrêtés au 11 juin 2010, font ressortir un cours moyen de clôture pondéré par les volumes échangés de 1,58 €. Cette moyenne est encadrée par des extrema de 1,41 € (cours atteint durant la séance du 4 juin) et 1,80 € (séance du 18 mai).

Comparé à la moyenne des 20 derniers cours de clôture précédant la suspension de la cotation, soit 1,58 €, le prix de 1,40 € proposé pour l'augmentation de capital réservée fait ressortir une décote de 11,3 %.

Enfin, le prix retenu dans le cadre de l'OPA sur les actions de la Société, soit 1,70 €, s'il fait ressortir une prime de 7,6 % comparé à la moyenne des 20 derniers jours de bourse, ne lui est pas directement

comparable. En effet, le choix d'apporter les titres à l'OPA doit intégrer la situation de la Société une fois recapitalisée.

#### 4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette approche se fonde sur le plan d'affaires établi par le management de la Société. Comme indiqué précédemment, les prévisions reposent sur des hypothèses de continuité de l'exploitation, de progression du chiffre d'affaires et des marges qui supposent que soient surmontées les difficultés de financement auxquelles la Société doit faire face actuellement. Conceptuellement, il est clair que la valeur de la Société est différente selon que l'on se place avant ou après les augmentations de capital envisagées à l'occasion de la présente Opération. Ces dernières ont deux effets contraires sur la valeur avec d'une part une amélioration de la solvabilité de l'entreprise qui se retrouverait totalement désendettée, et à l'inverse un effet de dilution de la valeur par action.

A défaut de disposer d'un second plan d'affaires simulant le remboursement des dettes financières (notamment l'OCEANE) par cession de branches d'activité, l'évaluation de la Société, se fonde donc dans les deux cas sur un même jeu de prévisions opérationnelles, qu'il soit ou non procédé à deux augmentations de capital. En conséquence, l'effet de l'augmentation de capital sur le risque de défaillance de la Société et sur la valeur de l'action s'appréhende essentiellement au travers du taux retenu pour actualiser les flux de trésorerie prévisionnels.

Dans les deux cas, la mise en œuvre de l'évaluation implique le calcul d'une valeur résiduelle de la société au-delà de l'horizon de prévisions du plan d'affaires (2010 – 2013). Dans la mesure où il est fait l'hypothèse de la continuité de l'exploitation, l'approche retenue consiste à calculer cette valeur finale par une formule de rente à l'infini. Pour ce faire, il est retenu un taux d'activité des consultants qui tient compte d'un cycle économique complet. Au vu des dernières statistiques relatives au secteur du conseil, il est retenu l'hypothèse de la survenance d'une phase de crise du secteur à raison d'une à deux années tous les 7 à 8 ans. Le taux d'activité des consultants se situant pour la Société dans une fourchette comprise entre 61% et 71%, il est retenu un taux cible de 67%. Compte tenu de cette hypothèse, le niveau de marge opérationnelle se situerait à près de 12% en année normative, contre un taux proche de 13,5 % en 2013, dernière année de prévision du plan d'affaires. Enfin, il est retenu pour hypothèse de croissance de l'activité un taux annuel de 1,5% par an. Ce taux correspond à la médiane des taux retenus dans les notes d'offre visées par l'AMF au cours des 12 et 6 derniers mois.

##### a) Approche de la valeur avant augmentations de capital

###### Le rendement actuariel de l'OCEANE 2012 comme mesure du risque de faillite

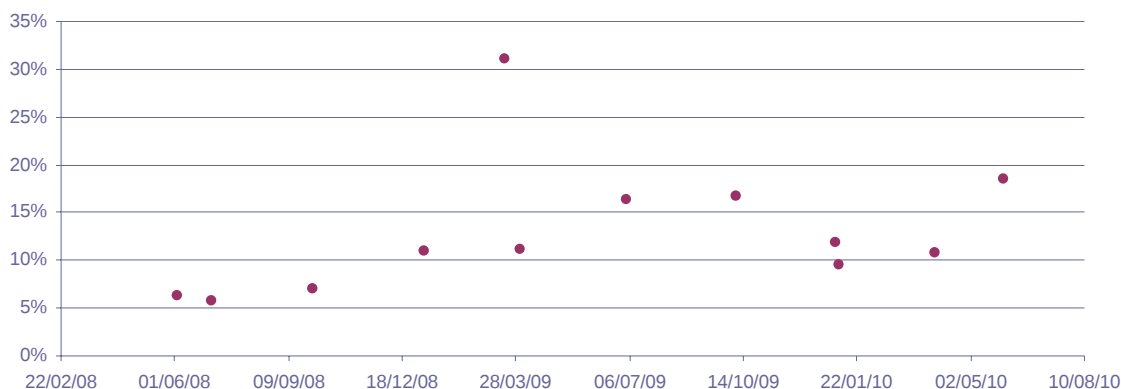
En théorie, le risque de faillite de la Société peut être apprécié au travers de la cotation de l'OCEANE émise en octobre 2006. Avec une valeur de remboursement de 10,82 €, soit très en dehors de la monnaie, cette OCEANE se valorise quasiment comme une obligation classique, la valeur temps de l'option de conversion étant pratiquement nulle.

Au cours des deux dernières années, les taux actuariels implicites retraités de la composante optionnelle, tels qu'ils résultent des cours, ont évolué à la hausse, passant de 10,7 % à 19,0 %<sup>12</sup>. Hors rendement des emprunts des OAT de durée résiduelle comparable, la prime de risque s'est ainsi accrue, selon nos calculs,

<sup>12</sup> Avec un pic momentané à 32,9 % au creux des marchés le 19 mars 200

de 6,3 % à 18,5 %, reflétant, l'augmentation du risque de faillite de la Société, amplifiée, selon toute vraisemblance, par une aversion croissante au risque de la part des investisseurs.

Prime de risque implicite en tenant compte de l'option de conversion



Sur la base du cours moyen de l'OCEANE relevé au mois de mai 2010, le taux actuariel et la prime sont respectivement de 15,5 % et 14,9 %. On notera que la liquidité de l'OCEANE, bien que limitée, n'est pas fondamentalement différente de celle de l'action, la moyenne des capitaux quotidiennement échangés au cours des deux dernières années s'établissant respectivement pour l'action et pour l'OCEANE à 10 K€ et à 11 K€<sup>13</sup>.

Si l'on considère que le coût des fonds propres ne peut-être inférieur au coût de l'endettement avant impôt, alors, il ressortirait un coût moyen pondéré du capital de 14,4% en retenant pour cible le taux d'endettement moyen des sociétés de notre échantillon, soit 26%, et en faisant l'hypothèse du refinancement de l'ensemble de l'endettement à 15,5%. Selon ces hypothèses, la valeur de l'action s'établirait à près de 0,8 €, soit à un niveau légèrement inférieur à celui de 0,90 € correspondant à la seconde offre la mieux-disante faite par un fonds pour participer à une augmentation de capital réservée.

#### Taux d'actualisation implicite pour parvenir à une valeur de l'action de 1,40 € avant augmentations de capital

A titre de recoupement, une seconde approche consiste à estimer le taux d'actualisation nécessaire pour parvenir au prix de 1,40 € proposé pour l'augmentation de capital réservée avec suppression du droit préférentiel de souscription. Comme précédemment, le coût des fonds propres et celui de l'endettement sont supposés égaux avant impôt et s'établiraient, selon nos calculs à 13,3%. Sur cette base, le coût moyen pondéré du capital ressortirait à 12,4%, taux qui peut sembler faible au regard de la situation de crise de liquidité que traverse la Société.

Comparé à la valeur de 0,8 € obtenue en se basant sur le taux actuariel moyen de l'OCEANE, le prix de 1,40 € par action fait ressortir une prime de 75%.

#### b) Valeur après augmentations de capital

<sup>13</sup> On notera toutefois que l'OCEANE ne cote pas aussi régulièrement que l'action.

Une fois opérées les deux augmentations de capital, et sur la base des prévisions du management, le Groupe sera totalement désendetté<sup>14</sup>, ce qui justifie de retenir un taux d'actualisation égal au coût des fonds propres. Selon nos calculs, ce dernier s'établit, à 10,4% sur la base des paramètres suivants :

- un coefficient de risque systématique de 0,66, ou coefficient bêta, égal à la moyenne pondérée des bêtas hors dette des 6 sociétés retenues dans notre échantillon (cf. évaluation par les comparables boursiers) ;
- une prime de risque du marché actions estimée à 6,1%, correspondant à la moyenne des primes relevées dans les notes d'offre visées au cours des 6 derniers mois par l'AMF ;
- un rendement moyen sur 6 mois des OAT TEC 10 ans, soit 3,4% ;
- une prime de risque spécifique de 3%, correspondant au haut de fourchette des primes observées dans les notes d'offres visées par l'Autorité des marchés financiers. Cette prime de risque vise à ajuster le modèle d'équilibre des actifs financiers pour tenir compte i) de l'exigence de rendement des investisseurs pour les sociétés de petite taille et ii) de la situation spécifique de retournement des marges de la Société, telle qu'elle ressort du plan d'affaires.

Sur ces bases, la valeur présente des cash flows d'exploitation, soit la valeur d'entreprise du groupe, ressort à 44,2 M€.

*[Note : Conformément à la réglementation applicable (article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006), la Société a décidé de préserver la confidentialité du tableau relatif au DCF en ne le reproduisant pas dans la note en réponse].*

Le passage de la VE à la valeur des fonds propres tient compte de l'effet positif de l'apport en numéraire de 20 M€ résultant des augmentations de capital envisagées, de la valeur des reports déficitaires et des crédits d'impôts recherche (CIR). A l'inverse, sont principalement retranchés l'endettement financier net au 31 décembre 2009, la valeur des intérêts minoritaires, des arriérés de dettes, l'ensemble des coûts liés à l'Opération, les provisions pour engagement retraite non prises en compte dans les prévisions de flux d'exploitation.

---

<sup>14</sup> Ou, s'il conserve de la dette financière, présentera un excédent de trésorerie nette.

| Valeur d'entreprise et valeur des fonds propres            |        | M€          |
|------------------------------------------------------------|--------|-------------|
| Valeur présente des flux 2010-2013                         |        | 10,1        |
| Valeur de rente                                            |        | 34,2        |
| <b>Valeur d'entreprise</b>                                 |        | <b>44,2</b> |
| Endettement net 2009 yc prime de remboursement de l'OCEANE | (17,5) |             |
| Arriérés de dettes d'exploitation au 31/12/2009            | (1,7)  |             |
| Crédits vendeurs minoritaires                              | (1,4)  |             |
| Coûts liés à l'opération                                   | (1,6)  |             |
| Actifs disponibles à la vente                              | 0,1    |             |
| Provisions pour retraites nettes d'impôt                   | (0,5)  |             |
| Augmentation de capital réservée                           | 7,5    |             |
| Augmentation de capital avec DPS                           | 12,5   |             |
| Valeur des reports déficitaires                            | 3,3    |             |
| Valeur du dispositif CIR                                   | 2,6    |             |
| Valeur des intérêts minoritaires                           | (9,9)  |             |
| Sous-total                                                 | (6,6)  |             |
| <b>Valeur des fonds propres</b>                            |        | <b>37,6</b> |
| Nombre d'actions dilué                                     |        | 22 354 985  |
| <b>Valeur en € par action</b>                              |        | <b>1,68</b> |

Au sein de ces ajustements, il convient de relever les points suivants :

- la valeur de l'endettement net correspond à la situation à fin 2009 ajustée de la prime de remboursement des OCEANE qui sera due au terme de l'OPA et qui assure aux détenteurs de ces titres depuis leur émission un taux de rendement actuariel de 7,75% ;
- les arriérés à fin 2009 correspondent principalement à des dettes vis-à-vis des associés et, dans une moindre mesure, à des dettes fournisseurs ;
- les intérêts minoritaires sont valorisés à leur quote-part dans les cash flows d'exploitation, l'essentiel de la dette financière étant supportée par la holding.

Le nombre d'actions dilué des augmentations de capital s'établit comme indiqué ci-après sur la base d'un prix de souscription de 1,40 € par action, tel qu'envisagé dans la présente Opération<sup>15</sup> :

| Calcul du nombre d'actions post augmentations de capital    |                   |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|
| Nombre d'actions au 31/12/2009                              | 8 069 269         |
| Impact de l'augmentation de capital réservée                | 5 357 143         |
| Impact de l'augmentation de capital avec DPS                | 8 928 573         |
| <b>Nombre d'actions total post augmentations de capital</b> | <b>22 354 985</b> |

La sensibilité de la valeur de l'action aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini est résumée dans le tableau ci-après :

| Croissance | Taux d'actualisation |             |       |
|------------|----------------------|-------------|-------|
|            | 10,91%               | 10,41%      | 9,91% |
| 1,00%      | 1,54                 | 1,62        | 1,72  |
| 1,50%      | 1,59                 | <b>1,68</b> | 1,78  |
| 2,50%      | 1,71                 | 1,82        | 1,94  |

*Ecart-type / moyenne : 7%*

<sup>15</sup> La dilution potentielle au titre des options de souscription d'actions (2,45 %) n'est pas prise en compte, leurs prix d'exercice étant très en dehors de la monnaie (entre 4,06 € et 7,84 €)

Comme mentionné précédemment (cf. l'analyse du plan d'affaires), les prévisions du management anticipent une croissance des prix de vente plus rapide que celle des coûts de production. Le fait de retenir un taux de croissance des prix identique à celui des charges, ramènerait la valeur par action à 1,4 €.

Comme indiqué ci-dessus, la valeur de l'action Solving Efeso International qui résulte de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation s'établit à 1,68 € par action, dans une fourchette comprise entre 1,54 € et 1,94€.

Il est à noter que ce résultat valorise pour 3,3 M€ (soit 0,15 € par action) les reports déficitaires accumulés par la Société, soit 10,2 M€ à fin décembre 2009. Ce calcul suppose l'optimisation des conditions de fonctionnement du holding, ce sujet étant à l'étude depuis plusieurs années. Sans une telle optimisation, la contribution des reports à la valeur par action serait plus proche de 0,03 €.

#### 4.2.3 Comparables boursiers

##### a) Description de l'échantillon

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de taille, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

A notre connaissance, Il n'existe pas de société cotée répondant à l'ensemble de ces critères. A défaut, il a été constitué un échantillon de 6 sociétés de profil international réalisant des prestations de conseil à forte valeur ajoutée :

- Accenture est une entreprise internationale de conseil en management, technologies de l'information et externalisation qui emploie environ 180 000 personnes dans 120 pays. Le groupe propose une vaste gamme d'offres de services dont la gestion de la relation client, de la « supply chain », des ressources humaines, la mise en place de progiciels. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (44%), Europe - Moyen-Orient (46%), Asie - Pacifique (10%).
- FTI Consulting est un groupe de consulting international qui compte 3 400 employés. La société propose des services dans les domaines du financement d'entreprise, du conseil économique, de la protection juridique, de la stratégie de communication et des technologies. Le groupe réalise 82% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis.
- Navigant Consulting est une entreprise de conseil en stratégie, finance, gestion des contentieux et organisation auprès des entreprises ainsi qu'expert auprès des tribunaux. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (84%), Royaume-Unis (11%), autres (5%).
- Huron Consulting Group est une société de conseil aux entreprises dans les domaines financiers et juridiques ainsi qu'auprès des établissements publics et privés des secteurs universitaire et médical. La société réalise la quasi-totalité de son activité aux Etats-Unis.

- Charles River Associates est un cabinet international de conseil en management, en protection juridique et en matière financière. Le groupe fournit des services de conseil sur les règles comptables, la protection de la propriété intellectuelle, les prix de transfert. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (74%), Royaume-Unis (17%), autres (8%).
- Management Consulting Group PLC regroupe trois cabinets de conseil (Alexander Proudfoot, Ineum Consulting et Kurt Salmon Associates) spécialisés en optimisation de coûts, stratégie et finance. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Europe (61%), Etats-Unis (34%), autres (5%).

Les caractéristiques des sociétés de l'échantillon en termes de taille (capitalisation boursière, valeur d'entreprise<sup>16</sup> et chiffre d'affaires) et de rentabilité opérationnelle (EBIT<sup>17</sup> / CA), sont résumées ci-après :

| Société                         | Devise | (en millions) |        | CA (million) |        | EBIT/CA |       |
|---------------------------------|--------|---------------|--------|--------------|--------|---------|-------|
|                                 |        | Capi.         | VE     | 2009         | 2010E  | 2009    | 2010E |
| ACCENTURE PLC                   | USD    | 27 713        | 25 055 | 21 577       | 21 623 | 13,4%   | 13,4% |
| FTI CONSULTING                  | USD    | 1 932         | 2 353  | 1 400        | 1 464  | 18,8%   | 19,3% |
| NAVIGANT CONSULTING CO          | USD    | 600           | 770    | 707          | 724    | 7,5%    | 11,5% |
| HURON CONSULTING GROUP INC      | USD    | 489           | 702    | 629          | 613    | 15,5%   | 12,3% |
| CRA INTERNATIONAL INC           | USD    | 251           | 212    | 293          | 274    | 8,2%    | 7,7%  |
| MANAGEMENT CONSULTING GROUP PLC | £      | 83            | 196    | 276          | 278    | 10,1%   | 9,7%  |

Sources : rapports annuels et Thomson Reuters pour les données financières.

Capitalisations boursières sur la base de cours moyens 1 mois au 11 juin 2010.

On notera que les sociétés de l'échantillon, outre le fait qu'elles sont principalement implantées aux Etats-Unis, présentent un chiffre d'affaires beaucoup plus important que celui de la Société (dans un rapport de 1 à 70 en moyenne), ainsi qu'une rentabilité opérationnelle supérieure à 12%, contre un plus haut de 9% (depuis 2004) atteint par Solving en 2008.

Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois (au 11 juin 2010), les multiples d'EBIT et de résultat net (ou PER) sont les suivants :

| VE/EBIT                         | DEC 2009 | DEC 2010 | DEC 2011 | DEC 2012 |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| ACCENTURE PLC                   | 8,64x    | 8,42x    | 7,82x    | 7,36x    |
| FTI CONSULTING                  | 9,14x    | 8,53x    | 7,86x    | 7,39x    |
| NAVIGANT CONSULTING CO          | 14,50x   | 9,22x    | 7,61x    |          |
| HURON CONSULTING GROUP INC      | 7,44x    | 9,57x    | 6,93x    |          |
| CRA INTERNATIONAL INC           | 11,50x   | 9,77x    |          |          |
| MANAGEMENT CONSULTING GROUP PLC | 6,23x    | 6,51x    | 5,73x    | 4,94x    |
| Moyenne                         | 9,57x    | 8,67x    | 7,19x    | 6,56x    |
| Médiane                         | 8,89x    | 8,87x    | 7,61x    | 7,36x    |

<sup>16</sup> Valeur d'entreprise ou VE désignant la capitalisation boursière majorée de l'endettement financier net, de la valeur des intérêts minoritaires, des éventuels passifs pour engagements de retraite et minorée de la valeur des actifs hors exploitation.

<sup>17</sup> EBIT pour *Earnings before interests and taxes*, assimilé au résultat opérationnel courant.

| P/E                             | DEC 2009 | DEC 2010 | DEC 2011 | DEC 2012 |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| ACCENTURE PLC                   | 15,13x   | 14,63x   | 12,92x   | 11,64x   |
| FTI CONSULTING                  | 15,23x   | 13,29x   | 11,77x   | 10,16x   |
| NAVIGANT CONSULTING CO          | 17,44x   | 15,14x   | 12,06x   |          |
| HURON CONSULTING GROUP INC      |          | 13,59x   | 10,93x   |          |
| CRA INTERNATIONAL INC           | 20,03x   | 25,74x   |          |          |
| MANAGEMENT CONSULTING GROUP PLC | 6,78x    | 8,53x    | 7,72x    | 7,37x    |
| Moyenne                         | 14,92x   | 15,15x   | 11,08x   | 9,72x    |
| Médiane                         | 15,23x   | 14,11x   | 11,77x   | 10,16x   |

b) Application des multiples boursiers aux prévisions pré-augmentation de capital

Cette approche n'a pas été retenue, dans la mesure où elle ne permettrait pas de rendre compte du risque de solvabilité de la Société, avant augmentation de capital, les sociétés comparables n'étant pas affectées par un risque de niveau équivalent. A titre d'information, l'application des multiples conduirait à une valeur comprise entre 2,04 € et 3,70 €.

c) Application des multiples boursiers aux prévisions post augmentation de capital

En appliquant les multiples médians de l'échantillon aux données prévisionnelles 2010-2012 de Solving International et après effet des augmentations de capital sur l'endettement net et sur le nombre d'actions, nous aboutissons à une valorisation de l'action Solving Efeso International comprise entre 1,13 € et 1,93 €, avec une valeur cible de 1,59 €.

#### 4.2.4 Transaction récente sur le capital de Solving

La référence à l'opération d'augmentation de capital avec suppression du DPS de janvier 2008, qui avait fixé un prix par action Solving de 3,82 €, n'est pas retenue, la situation financière de la Société ainsi que l'environnement économique s'étant sensiblement dégradés depuis lors.

Conscients que la crise de trésorerie que Solving traversait ne pourrait être résolue, a fortiori dans un contexte de crise mondiale, ses actionnaires majoritaires, issus du management de la Société, ont mandaté la banque Bryan Garnier en juin 2009 afin que celle-ci les assiste dans la recherche de partenaires financiers.

Ainsi, la Banque a contacté près de 80 fonds d'investissement, FCPI/FIP ou de *private equity*. Fin 2009, douze d'entre eux ont étudié le dossier et, à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2010, la Banque a reçu 3 propositions d'investissement, dont une émanait d'un fonds de *private equity*, une autre, commune à deux FCP et celle d'Argos.

Le montant de l'investissement cumulé envisagé par les deux FCP, moins de 5 M€, ne pouvait constituer une solution suffisante à elle seule. Les conditions financières du fonds de *private equity*, qui envisageait un prix par action pour l'augmentation de capital réservée, de 0,90 €, et pour l'OPA éventuellement suivie d'un retrait, de 1,35 €, étaient inférieures à celles proposées par Argos.

Par ailleurs, le prix par action proposé dans le cadre de l'OPA, soit 1,70 €, est identique à celui auquel Monsieur Roland Fitoussi, fondateur et président du conseil de surveillance de Solving cédera plus de 95 % de sa quote-part des 1 776 502 actions Solving qu'il possède et qui représente 22 % du capital avant augmentation de

capital réservée. Monsieur Roland Fitoussi conservera son mandat de président du Conseil de surveillance jusqu'à son échéance, soit le 31 décembre 2011. Il percevra à ce titre des jetons de présence d'un montant maximal de 95 K€, étant entendu qu'il n'exerce plus de fonctions opérationnelles au sein de la Société.

S'agissant des autres managers de la Société, dont Monsieur Filippo Mantegazza, président du directoire, leur participation directe et indirecte dans Solving après toutes opérations, devrait être maintenue proche du niveau actuel, i.e. avant opération, soit 30,32%, en fonction des taux de réponse à l'OPA et à l'augmentation de capital avec maintien du DPS. L'effet de relution est obtenu par le fait que les managers apportent une partie, comprise entre 50 % et 100 % de leurs actions Solving à Partners in Action et contribuent en numéraire à l'augmentation de capital avec maintien du DPS de manière à détenir entre 34 % et 45 % du capital de Partners in Action. Ce mécanisme, qui prévoit des droits de sortie conjointe et de préemption habituels, a pour contrepartie les éléments suivants :

- inaccessibilité des actions Partners in Action, par ailleurs non cotées, et Solving qu'ils détiennent pour une durée de 4 ans ;
- mises en place de conditions de *good* et *bad leaver* en cas de départ ;
- clause de non concurrence d'une durée de deux ans après leur départ ;
- obligation de cession en cas de prise de contrôle total de Partners in Action ;
- mise en œuvre d'un mécanisme d'intéressement des managers leur permettant de capter une partie de la plus-value d'Argos en fonction de seuils de performance atteints lors du désinvestissement du fonds.

Ainsi, l'analyse de ces informations nous conduit à conclure que les conditions de sortie de Monsieur Roland Fitoussi et les conditions de réinvestissement des managers ne présentent pas d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

Par ailleurs, nous constatons que le prix proposé par Argos s'agissant de l'augmentation de capital réservée, qui a été retenu à l'issue d'un processus de vente compétitif est supérieur à ceux proposés par les autres candidats, le même constat pouvant être fait s'agissant du prix proposé à l'occasion de l'OPA.

Enfin, nous retenons comme référence de valorisation, le prix de 1,70 € fixé pour la transaction devant être effectuée entre Partners in Action et Monsieur Roland Fitoussi, fondateur de la Société, dans la mesure où cette transaction qui est réalisée entre professionnels avertis, représente une part significative du capital de la Société (entre 11 et 22 %, avant augmentation de capital réservée) et de la participation du cédant (entre 50 % et 100 %).

#### 4.3 Appréciation du prix proposé pour l'OPA portant sur les obligations OCEANE

##### a) rappel des caractéristiques des OCEANE

Les obligations à option de conversion et / ou d'échange en actions nouvelles ou existantes, ci-après les OCEANE, ont été émises en 2006, avec date de jouissance au 20 octobre.

Elles ont une valeur nominale de 9,53 € et servent un intérêt nominal trimestriel de 5,50%, versé les 1<sup>er</sup> janvier<sup>18</sup>, 1<sup>er</sup> avril, 1<sup>er</sup> juillet et 1<sup>er</sup> octobre si ces dates sont des jours ouvrés, et à défaut, le premier jour ouvré suivant. Ce taux d'intérêt nominal trimestriel « i » se calcule comme suit :

$$i = (1 + 0,055)^{K/L} - 1$$

Où « k » est égal au nombre de jours calendaires de la période écoulée entre le paiement de l'intérêt et le précédant paiement et « L », désigne le nombre de jours de l'année de référence, soit 365 jours ou 366 jours en cas d'année bissextile.

L'amortissement normal des OCEANE s'effectue par remboursement le 2 janvier 2012 au prix de 10,82 €, soit au nominal, augmenté d'une prime de 1,29 €.

Compte tenu de ces éléments, en cas de non conversion, l'OCEANE offre à l'émission un taux de rendement actuariel de 7,75%. On notera qu'à cette date, L'OCEANE a été émise avec une prime d'émission de 40% par rapport aux cours de référence de l'action qui s'établissait à 6,80 €. Le prix d'émission incluait alors une valeur temps au titre de l'option de conversion, qui peut, selon nos calculs, être estimée à 1,60 €, en retenant comme hypothèse centrale une volatilité anticipée de l'ordre de 40%, sur la base de la volatilité historique de l'action observée au cours de périodes comprises entre 3 mois et 1 an précédant l'émission de l'OCEANE.

#### b) Conditions de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

En cas de changement contrôle de la Société, il est offert aux porteurs la possibilité de demander le remboursement anticipé de tout ou partie de leurs OCEANE à un prix qui leur assure un taux de rendement actuariel brut de 7,75%, identique à celui attendu lors de leur souscription, en cas de remboursement à l'échéance et en tenant compte des intérêts perçus et courus depuis l'émission. Selon les conditions du *Term sheet* conclu entre les managers de la Société et le FCPR Argos Soditic V, ce changement de contrôle interviendra au terme de l'OPA portant sur les actions de la Société et ce, quelque soit le taux de réponse du public à cette dernière.

Conformément au paragraphe 4.9.5 du prospectus d'émission des OCEANE, les porteurs pourront demander le remboursement anticipé au cours d'une période de 10 jours ouvrés consécutifs fixée par la Société entre le 10<sup>e</sup> et le 40<sup>e</sup> jour suivant la publication au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires de l'avis informant du changement de contrôle.

Dans le cadre de la présente Opération, les porteurs auront donc le choix entre apporter leurs titres à l'Offre portant sur les OCEANE, demander leur remboursement anticipé à l'issue de celle-ci, ou les conserver. Il est à noter qu'au terme de l'offre, la Société pourra à son seul gré rembourser les OCEANE qui n'auraient pas été apportées si leur nombre est inférieur à 10% des obligations émises à l'origine.

#### c) Evolution du cours de l'OCEANE

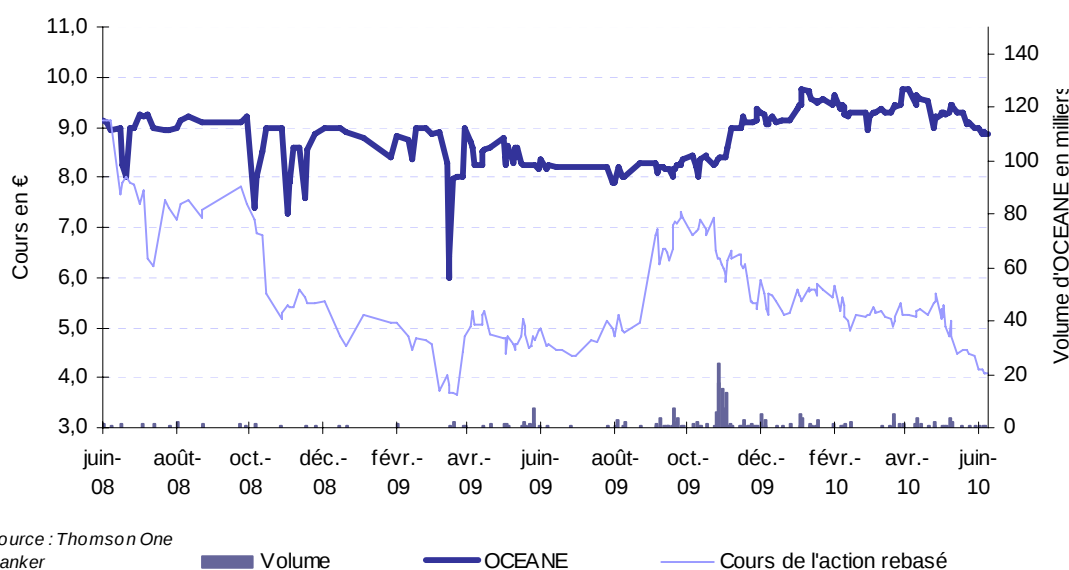
Les taux actuariels implicites exigés de la part des investisseurs pour acquérir l'OCEANE s'échelonnent depuis deux ans dans une fourchette comprise entre 10,7 % et 19,0 %<sup>19</sup>. Lors de l'émission, et en retenant

<sup>18</sup> Le premier intérêt a été versé le 1<sup>er</sup> janvier 2007.

<sup>19</sup> Pour plus de détails se reporter aux développements relatifs à l'évaluation de l'action avant augmentations de capital au paragraphe portant sur « Le rendement actuariel de l'OCEANE 2012 comme mesure du risque de faillite ».

comme hypothèse centrale une volatilité anticipée de l'ordre de 40 %<sup>20</sup> pour évaluer la composante optionnelle de l'OCEANE (0,7 €), le taux actuariel de l'époque était proche de 9,7 % correspondant à une prime de risque de 6 % (comparé au rendement des OAT de même échéance). Depuis lors, du fait de la baisse du cours de l'action, la composante optionnelle de l'OCEANE est devenue négligeable, cette dernière s'assimilant quasiment à une obligation classique, sans option de conversion. D'autre part, la prime de risque implicite ressortant du cours a eu tendance à s'accroître, traduisant une dégradation du risque de solvabilité de la Société, ainsi qu'une aversion croissante au risque de la part des investisseurs en période de crise. Dans ce contexte, la valeur de l'OCEANE a été inférieure à la valeur qui découlerait de son évaluation avec un taux actuariel égal à celui de l'émission, soit 7,75%.

Evolution des cours et des volumes (2 an)



#### d) Prix de l'Offre sur les OCEANE

Le prix offert dans le cadre de l'Offre publique d'achat portant sur les OCEANE s'établit à 10,44 € pied de coupon. A ce prix, il convient d'ajouter les intérêts courus entre le coupon de juillet 2010 et la date de règlement livraison de l'offre, fixée au 31 août 2010, soit 0,09 €, ce qui porte le prix offert pour l'OCEANE, coupon inclus à 10,53 €. Ce prix offre aux porteurs ayant conservé leurs titres depuis l'émission de l'OCEANE, un rendement 7,75%, identique à celui attendu à l'émission.

Pour comparer ce prix au cours de 8,85 € du 11 juin 2010, dernier connu avant suspension de la cotation, il convient de l'actualiser au taux de rendement actuariel découlant de l'offre, soit à 7,75%. De la sorte, la valeur de l'OCEANE au 11 juin 2010 s'établirait à 10,48 € représentant une prime de 18% comparé au dernier cours coté de 8,85 €.

<sup>20</sup> Volatilité moyenne annualisée des variations de cours observées sur des durées allant de 3 mois à 1 an de cotation précédant l'émission des OCEANE.

En réalisant un calcul similaire sur les moyennes de cours observées durant les 24 derniers mois, les primes découlant de l'offre d'un taux de rendement actuariel de 7,75% s'échelonnent, comme indiqué ci-après, dans une fourchette comprise entre 11% et 18%.

| Moyennes et dernier cours au 11 juin 2010 | Plus haut | Plus bas | Cours moyen pondéré | Volume échangé | Moyenne quotidienne | Prime offerte par l'offre* |
|-------------------------------------------|-----------|----------|---------------------|----------------|---------------------|----------------------------|
| 24 mois                                   | 9,75      | 6,00     | 8,69                | 258 825        | 1 263               | 18%                        |
| 12 mois                                   | 9,75      | 7,90     | 8,74                | 210 194        | 1 682               | 18%                        |
| 6 mois                                    | 9,74      | 8,85     | 9,41                | 51 560         | 921                 | 11%                        |
| 3 mois                                    | 9,74      | 8,85     | 9,38                | 35 106         | 1 033               | 11%                        |
| 20 jours de cotation                      | 9,45      | 8,85     | 9,28                | 12 862         | 643                 | 14%                        |
| Spot                                      | 8,85      | 8,85     | 8,85                | 299            | 299                 | 18%                        |

Source : Nyse Euronext.

\* Prime de la valeur de l'OCEANE calculée avec un TRI de 7,75% comparée au cours.

e) Effet des deux augmentations de capital sur la valeur de l'OCEANE

Une fois procédé aux augmentations de capital en numéraire à hauteur de 20 M€, la Société devrait voir sa prime de risque fortement diminuer. Si à la date de règlement livraison de l'offre, soit au 31 août 2010, le rendement des OAT d'échéance 1<sup>er</sup> janvier 2012 se maintenait à son niveau actuel, alors ce dernier se situerait, à 0,51% (estimé par interpolation linéaire). Comparé au taux de rendement actuariel découlant de l'offre, il ressort par différence une prime de risque implicite de 7,24%. Ce taux peut sembler élevé au vu de l'échéance rapprochée du remboursement de l'OCEANE et de la solvabilité de la Société post-augmentation de capital, laquelle permet le remboursement des obligations. Il n'est donc pas exclu que le cours de l'OCEANE puisse dépasser sa valeur théorique calculée avec un rendement actuariel de 7,75%, une fois achevée l'ensemble de l'Opération.

A titre d'illustration, différents niveaux d'appréciation de la valeur de l'OCEANE sont calculés ci-après au 31 août 2010 en faisant varier, toutes choses égales par ailleurs, la prime de risque post augmentation de capital entre 1,5% et 4,0%. Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, le potentiel d'appréciation comparé à au prix offert de 10,53 € s'échelonne entre 4,0% et 7,3% :

|                          | Prime de risque |      |      |      |      |
|--------------------------|-----------------|------|------|------|------|
|                          | 1,5%            | 2,1% | 2,8% | 3,4% | 4,0% |
| Potentiel d'appréciation | 7,3%            | 6,5% | 5,7% | 4,8% | 4,0% |

f) Conclusion

Le prix de 10,53 € proposé dans le cadre de la présente Offre permet aux investisseurs de bénéficier du taux de rendement actuariel escompté au moment de l'émission en l'absence de conversion. Ce prix permet également de réaliser une plus-value pour la majorité de ceux qui auraient acquis des OCEANE au cours des deux dernières années.

Postérieurement aux augmentations de capital, il n'est pas exclu que les cours s'ajustent néanmoins à la hausse, à des niveaux qui correspondront à des rendements actuariels inférieurs à celui offert dans le cadre de l'offre. Il est difficile d'anticiper le niveau des cours d'équilibre à venir, le niveau d'aversion au risque demeurant élevé dans le contexte actuel et l'OCEANE demeurant peu liquide.

Les porteurs d'OCEANE ont donc le choix entre apporter leur titres en échange d'une liquidité immédiate de leur placement ou de les conserver pour bénéficier d'un potentiel de hausse modeste, étant précisé que s'ils font ce choix, ils s'exposent au risque de remontée des taux courts, sauf à conserver leurs titres jusqu'à la date d'échéance.

## 5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par Bryan Garnier en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre (ci-après « Bryan Garnier » ou la « Banque »).

L'analyse de ce rapport d'évaluation nous conduit à formuler les observations suivantes.

Le rapport d'évaluation de la banque s'inscrit dans le cadre de l'appréciation des prix de 1,70 € et de 10,50 € proposés à l'occasion de l'OPA relative aux actions Solving et aux obligations OCEANE. Les travaux de la Banque se comparent donc uniquement aux parties de notre rapport se rattachant à la valeur de l'action et de l'obligation post-augmentations de capital.

### a) Evaluation de l'action

S'agissant de la valeur de l'action, Bryan Garnier retient, en plus de celles figurant dans nos calculs, la méthode des transactions comparables et la référence au cours de bourse avant annonce de l'Opération. Comme indiqué précédemment dans notre rapport, nous avons exclu ces deux approches dans la mesure où :

- l'application de la méthode des multiples de transactions se heurte à l'impossibilité de tenir compte des perspectives de croissance des sociétés comparables ;
- le cours de bourse ne reflète qu'imparfaitement une situation financière sensiblement différente de celle qui prévaudra postérieurement aux augmentations de capital.

Les valeurs centrales qui découlent des approches retenues par nos soins et par la Banque sont rappelées ci-après<sup>21</sup> :

| Rappel des valeurs centrales*                   | Bryan Garnier | BM&A       |
|-------------------------------------------------|---------------|------------|
| DCF                                             | 1,25          | 1,68       |
| Comparables boursiers                           | 1,20          | 1,60       |
| Transactions comparables                        | 0,89          | non retenu |
| Transaction récente sur le capital              | 1,70          | 1,70       |
| Moyenne de bourse postérieurs au 30 avril 2010* | 1,72          | non retenu |
| Moyenne                                         | 1,35          | 1,66       |

\* Moyenne de cours 30 jours, postérieure à la publication des ventes du 1er trimestre

<sup>21</sup> Pour faciliter les comparaisons, il est retenu la valeur centrale des DCF, le milieu de la fourchette des comparaisons boursières indiquée dans le rapport de la Banque et la moyenne des cours postérieurs à la publication du chiffre d'affaires de la Société au 1<sup>er</sup> trimestre 2010 (soit la moyenne des 30 jours de bourse précédant la suspension de cours).

- **Approche par l'actualisation des flux de trésorerie ou DCF<sup>22</sup>**

La première différence entre nos travaux et ceux de la Banque réside dans l'application par cette dernière d'un taux d'actualisation plus élevé, soit 14,3% contre 10,41%.

Cet écart résulte essentiellement du coefficient bêta de 1,80 retenu par la Banque. Retraité du levier d'endettement, ce dernier s'établit à 1,74 et se compare à celui de 0,66 retenu dans nos travaux. On notera que ce dernier est le résultat d'un modèle interne qui intègre une composante sectorielle et l'effet de la taille des entreprises sur les rendements futurs exigés par les investisseurs. Hors effet taille, le coût des fonds propres de la Société s'établirait à 9,3%, ce qui implique une prime spécifique de 6,3% liée à la taille de la capitalisation boursière de la Société. Cette prime de risque additionnelle se compare à celle de 3% retenue par nos soins. Le niveau de prime spécifique de 6,3% n'appelle pas de remarque de notre part, un écart de rendement de cet ordre ayant été corroboré sur longue période aux Etats-Unis entre sociétés cotées de petite taille et sociétés de grande capitalisation. Nous ne disposons pas de statistiques équivalentes permettant de corroborer avec certitude ce différentiel, s'agissant des actions cotées en Europe. Par ailleurs, il n'y a pas de consensus s'agissant des primes de risque additionnelles applicables aux sociétés en fonction de la liquidité de leur titre, laquelle est étroitement liée à la taille de leur capitalisation boursière.

La deuxième source d'écart réside dans le choix fait par la Banque de ne pas valoriser les reports déficitaires dont bénéficie la société holding du Groupe. Comme mentionné dans notre rapport, l'absorption de ces reports est à l'étude depuis plusieurs années. Elle nécessite d'optimiser la répartition de l'impôt au sein des entités du Groupe, ce que son organisation n'a pas permis jusqu'à ce jour.

A l'inverse, les travaux de la Banque retiennent pour le calcul de la valeur finale un niveau de marge normative identique à celui anticipé pour la dernière année de prévision du plan d'affaires (2013). Dans nos travaux, nous estimons que ce taux surestime la rentabilité normative de la Société sur une longue période, le secteur du conseil étant soumis à des effets de cycle.

Par solde, la non-valorisation des reports est compensée par la marge normative retenue dans les travaux de la Banque de sorte que l'écart de résultat entre nos travaux respectifs résulte essentiellement de la prime de risque spécifique applicable au taux d'actualisation. S'agissant d'une société en retournement et au vu du risque d'exécution du plan d'affaires lié aux incertitudes pesant sur la reprise du secteur du conseil, les hypothèses de la Banque nous semblent raisonnablement prudentes. En conséquence, nous ne pouvons exclure que les prix d'équilibre qui se matérialiseront après l'OPA reposent sur une exigence de rendement des fonds propres de 14,8% plutôt que 10,4% comme retenu dans nos travaux.

- **Approche par les comparables boursiers**

Par cette approche, la Banque aboutit en moyenne à une valeur de 1,20 €, contre 1,60 € selon nos calculs. Cette différence s'explique essentiellement par le fait que nous avons exclu du calcul l'exercice 2009, considéré comme non représentatif de la rentabilité normative de la Société et avons privilégié la prise en compte d'un exercice prévisionnel supplémentaire par rapport à la Banque, soit l'exercice 2012. Comme mentionné

---

<sup>22</sup> DCF pour « discounted cash flow ».

préalablement, cette approche nous semble cohérente avec les hypothèses de rentabilité normative retenues pour évaluer la Société par l'actualisation des flux. De ce point de vue, la Banque adopte une attitude plus prudente qui revient à décoter une partie du scénario de redressement sous-tendant le plan d'affaires de la Société. Encore une fois, cette approche peut se justifier au vu du profil de retournement prévu par le management. Seule la capacité de la Société à redresser ses marges permettra de juger la pertinence de ces approches.

- Transaction récente sur le capital

Pour ce critère, il est retenu, tout comme dans nos travaux, la référence que constitue la cession par Monsieur Fitoussi de la majeure partie de sa participation, au prix de 1,70 € par action. Cette référence n'appelle pas de remarque de notre part.

## b) Evaluation de l'OCEANE

Dans ses travaux, Bryan Garnier souligne, à juste titre, l'absence de valeur optionnelle pour les obligations OCEANE. Dans ces conditions, il est relevé que le prix offert de 10,53 € permet aux porteurs qui auraient souscrit à l'émission des obligations de retrouver un rendement actuariel de 7,75%, identique à celui attendu à l'origine, hors conversion. Nous confirmons ce point.

Par ailleurs, il est rappelé que les obligataires qui ne souhaiteraient pas apporter à l'offre, et préféreraient attendre la mise en œuvre de la clause de remboursement anticipée facultative prévue dans le prospectus d'émission, se verraient à leur tour garantir le taux de rendement actuariel de 7,75%.

Nous relevons pour notre part que si les porteurs décident d'attendre la date de remboursement normale des obligations fixée au 2 janvier 2012, ils bénéficieront également, selon toute vraisemblance, du même taux de rendement actuariel que s'ils apportaient à l'OPA, le risque de défaillance de la Société se réduisant après les augmentations de capital. De ce point de vue, le prix de 10,53 € n'offre donc pas de prime sur le rendement actuariel de 7,75% résultant du prix de remboursement normal ou de la clause de remboursement anticipée du fait du changement de contrôle.

On notera que la dernière option qui s'offre aux porteurs est d'attendre la fin de l'OPA pour céder leurs titres, avec l'espoir que leur cours d'équilibre dépassera le prix offert sur la base d'un rendement actuariel de 7,75%. Ce scénario pourrait résulter de la baisse de la prime de risque exigée par les investisseurs du fait de l'effet favorable sur la solvabilité de la Société des augmentations de capital. Dans l'hypothèse où tel ne serait pas le cas, les porteurs d'obligations auraient toujours la possibilité de conserver leur titres jusqu'à la date de remboursement prévue.

## 6. CONCLUSION

---

Nos diligences avaient pour objectif d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, des prix proposés par action à l'occasion de l'augmentation de capital réservée et de l'OPA, et du prix de rachat de l'obligation OCEANE.

Dans le contexte de difficulté financière que connaît la Société, nos travaux ont distingué deux approches : l'une ne tenant pas compte des opérations d'augmentation de capital, afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 1,40 € par action Solving proposé pour l'augmentation de capital réservée ; l'autre intégrant les opérations de refinancement, afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 1,70 € par action Solving proposé pour l'OPA, et du prix de 10,53 € par obligation OCEANE proposé dans le même cadre.

S'agissant du prix proposé pour l'augmentation de capital réservée, le prix unitaire de 1,40 € par action présente une décote de 11,3 % par rapport à la moyenne pondérée des 20 derniers cours de clôture précédant la suspension. Cette décote ne nous paraît pas anormale compte tenu de la situation financière de la Société, laquelle n'était pas totalement intégrée dans les cours.

Sur la base du plan d'affaires communiqué par la Société, le prix de 1,40 €, toutes choses égales par ailleurs, implique de retenir un coût moyen pondéré du capital de 12,4 %, taux qui ne nous semble pas pleinement prendre en compte le risque de faillite pesant sur la Société en l'absence d'opération de recapitalisation et que met en évidence les taux de rendement actuariels implicites ressortant des cours de l'obligation OCEANE.

S'agissant du prix proposé à l'occasion de l'OPA, les méthodes d'évaluation mises en œuvre basées sur le plan d'affaires élaboré par le management de la Société, conduisent à une fourchette de valeurs comprises entre 1,13 € et 1,94 €, avec pour valeurs centrales 1,68 € par l'actualisation des flux futures de trésorerie, et 1,59 € par la méthode des comparables boursiers. Il convient de préciser que l'exécution de ce plan suppose un relèvement significatif des taux de marge, à un niveau que la Société n'a pas atteint au cours de 8 dernières années.

Il faut également noter que cette Opération résulte d'une large recherche de partenaires financiers susceptibles d'accompagner la Société dans son redressement, à laquelle un nombre limité de candidats a répondu, et qui a abouti à retenir la solution la mieux disante financièrement. Enfin, d'une part, les conditions de réinvestissement des managers ne nous semblent pas présenter d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires, et d'autre part, le principal actionnaire de la Société a accepté des conditions financières équivalentes à celles proposées aux actionnaires minoritaires, tant concernant la dilution de sa participation à l'occasion de l'augmentation de capital réservée, que le prix proposé à l'occasion de l'OPA.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que les prix par action Solving proposés dans la présente Opération, soit 1,40 € s'agissant de l'augmentation de capital réservée, et 1,70 € s'agissant de l'Offre publique d'achat, sont équitables, d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Par ailleurs, en l'absence de valeur optionnelle, notre opinion est que le prix de 10,53 € par obligation OCEANE, coupon attaché, est équitable, d'un point de vue financier pour les porteurs d'obligations dans la mesure où il garantit un taux de rendement actuariel identique à celui offert en cas de remboursement à l'échéance.

Fait à Paris, le 28 juin 2010

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Eric Blache

## 4.2. Note complémentaire en date du 15 juillet 2010

### Note complémentaire à notre rapport d'expertise indépendante émis le 28 juin 2010

Cette note est rédigée à la demande de l'Autorité des marchés financiers, qui nous a notamment interrogés sur les points suivants :

#### 1) Actionnariat au 29 juin 2010

Le tableau page 3 de notre attestation présentait la situation actionnariale au 31 décembre 2009. La structure de l'actionnariat mis à jour à l'occasion de l'Assemblée Générale Mixte du 29 juin 2010 est la suivante :

| Actionnariat       | Situation initiale au 29 juin 2010 |        | Augmentation de capital réservée |                    |        |
|--------------------|------------------------------------|--------|----------------------------------|--------------------|--------|
|                    | Actions                            | %      | Actions créées                   | Actions post opér. | %      |
| Roland Fitoussi    | 1 757 426                          | 21,8%  |                                  | 1 757 426          | 13,1%  |
| Raspor Holding     | 1 366 793                          | 16,9%  |                                  | 1 366 793          | 10,2%  |
| Filippo Mantegazza | 93 200                             | 1,2%   |                                  | 93 200             | 0,7%   |
| Jean Veillon       | 136 925                            | 1,7%   |                                  | 136 925            | 1,0%   |
| Patrick Lidell     | 183 611                            | 2,3%   |                                  | 183 611            | 1,4%   |
| Managers           | 816 103                            | 10,1%  |                                  | 816 103            | 6,1%   |
| Associés           | 4 354 058                          | 54,0%  | 0                                | 4 354 058          | 32,4%  |
| Partners in Action | 0                                  | 0,0%   | 5 357 143                        | 5 357 143          | 39,9%  |
| BFVH (1)           | 6 997                              | 0,1%   |                                  | 6 997              | 0,1%   |
| Autocontrôle       | 16 337                             | 0,2%   |                                  | 16 337             | 0,1%   |
| Public             | 3 691 877                          | 45,8%  |                                  | 3 691 877          | 27,5%  |
| Total              | 8 069 269                          | 100,0% | 5 357 143                        | 13 426 412         | 100,0% |

(1) Société détenue par Thomas Bellaigue de Bughas et sa famille, à la suite de la prise de contrôle de Synagir en 2006, devenue Solving France SA

#### 2) Justification de la valeur des intérêts minoritaires retenue dans nos calculs :

La valeur des intérêts minoritaires retenue dans nos calculs s'élève à 9,9 M€, alors que le montant des intérêts minoritaires présenté dans les comptes consolidés 2009 de Solving Efeso International est égal à 1,25 M€.

Comme indiqué page 27 de notre attestation, en commentaire du tableau « Valeur d'entreprise et valeur des fonds propres », les intérêts minoritaires sont valorisés à leur quote-part dans les cash-flows d'exploitation, l'essentiel de la dette étant supporté par le holding. Cette approche s'inscrit dans l'évaluation de Solving par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Ainsi, l'écart entre la valeur des intérêts minoritaires telle que nous l'avons calculée et celle présentée au passif du bilan consolidé du groupe résulte de la rentabilité réelle de ces filiales, qui en moyenne est plus élevée que celle des entités intégralement contrôlées par le groupe, et du fait que ces filiales distribuent l'essentiel de leurs résultats. Ainsi, le résultat net part du groupe 2009 s'élevait à -320 K€,

contre 484 K€ pour le résultat des intérêts minoritaires (respectivement, 1 077 K€ et 920 K€ en 2008, et -6 231 K€ et 653 K€ en 2007).

A titre d'information, l'application du multiple de résultat net 2010 à 2012 déterminé page 30 de notre attestation aurait conduit, selon nos calculs à une valeur de 10,2 M€, méthode que nous n'avons pas retenue. Dans ses travaux, la Banque évalue les intérêts minoritaires à 9,5 M€ en appliquant les multiples de résultat net 2009 et 2010. La prise en compte de l'exercice 2009, qui nous apparaît atypique en termes de taux de marge attendu sur l'horizon du plan d'affaires, explique la différence de résultat.

### 3) Critère du prix de 1,40 €

Le prix de 1,40 € par action proposé à l'occasion de l'augmentation de capital réservée correspond à un état de la Société qui n'est pas comparable à celui qui doit être pris en compte pour apprécier le prix de 1,70 € proposé pour l'Offre (cf. 1<sup>er</sup> paragraphe du 4.2.2. de notre attestation), dans la mesure où l'opération d'augmentation de capital résout la crise de liquidités. Cette référence est donc exclue de l'approche multicritères retenue pour évaluer Solving post augmentation de capital et pour apprécier le prix de 1,70 €.

### 4) Suivi de la part des analystes

Au paragraphe 4.2.1. de notre attestation, nous indiquions que la Société n'était plus suivie par les analystes. Il s'avère que la société Arkéon Finance, qui assurait l'animation de marché pour Solving, a publié une note en février 2010 avec un objectif de cours de 3,00 €, réitérant celui de novembre 2009. Outre le fait que cette note a été émise avant la publication du résultat 2009, son caractère unique ne modifie pas notre opinion concernant le défaut de suivi du titre Solving.

### 5) Documentation

En complément du *Term Sheet* définitif signé le 11 juin 2010, les documents suivants ont été portés à notre connaissance :

- Projet de pacte d'actionnaires ;
- Projets de contrat de *put* et *call* entre les managers et Partners in Action ;
- Engagements des managers d'apport en numéraire et en actions, et de non apport à l'OPA.

L'ensemble de ces éléments ne remet pas en cause la conclusion de notre attestation en date du 28 juin 2010 quant à l'équité de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de Solving et pour les porteurs d'obligations.

Fait à Paris, le 15 juillet 2010

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Eric Blache

## 5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 29 juin 2010 à 17h30 sous la présidence de Monsieur Roland Fitoussi à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Outre Monsieur Roland Fitoussi, Madame Alessandra Faraone, Messieurs Richard Armand, Nicolas Celier, Jacques Lebhar et Jean Veillon, membres du conseil de surveillance, étaient présents. Monsieur Julian Berger était excusé et avait fait part au Président de sa position personnelle.

Les membres du Conseil de surveillance ont pris connaissance des documents suivants :

- la présentation des principales caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre ;
- l'attestation d'équité établie par le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (Monsieur Pierre Béal), en sa qualité d'expert indépendant.

Le Conseil de surveillance a notamment relevé que :

- les différents critères de valorisation du prix de l'Offre, tels qu'ils ressortent de la synthèse préparée par Bryan Garnier, banque présentatrice de l'Offre, sont conformes à ceux retenus par l'expert indépendant ;
- au terme des diligences qui ont débuté le 27 mai 2010, l'expert indépendant a conclu au caractère équitable du prix de l'Offre et à l'égalité de traitement des actionnaires dans son rapport en date du 28 juin 2010.

Le Conseil de surveillance a pris acte que Partners In Actions n'envisageait pas de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Les membres du Conseil de surveillance ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments.

Le Conseil de surveillance a discuté des motifs du projet d'Offre et des intentions de Partners In Actions, telles qu'elles lui avaient été communiquées.

Le Conseil a reconnu le caractère amical de l'Offre et son caractère obligatoire résultant de la souscription de Partners In Actions à l'augmentation de capital qui lui a été réservée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires du 29 juin 2010.

Il en a approuvé l'intérêt pour la Société en tant que composante du processus d'investissement du fonds partenaire Argos Soditic. Il a relevé que cet investissement modifie favorablement les perspectives de développement et de rentabilité de la Société et ouvre à ses salariés des possibilités de carrière plus dynamique du fait de ces perspectives. Il a estimé que l'Offre est donc également dans l'intérêt des salariés de la Société.

Le Conseil de surveillance a considéré par ailleurs que le projet d'Offre de Partners In Actions est dans l'intérêt des actionnaires de Solving Efeso International, en ce que cette Offre représente notamment pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions financières acceptables, ainsi qu'en atteste le rapport de l'expert indépendant.

Le Conseil de surveillance a noté, en particulier, qu'en conclusion de son rapport, l'expert indépendant a émis la synthèse suivante de ses travaux :

*« S'agissant du prix proposé à l'occasion de l'OPA, les méthodes d'évaluation mises en œuvre basées sur le plan d'affaires élaboré par le management de la Société, conduisent à une fourchette de valeurs comprises entre 1,13 € et 1,94 €, avec pour valeurs centrales 1,68 € par l'actualisation des flux futurs de trésorerie, et 1,59 € par la méthode des*

*comparables boursiers. Il convient de préciser que l'exécution de ce plan suppose un relèvement significatif des taux de marge, à un niveau que la Société n'a pas atteint au cours de 8 dernières années ».*

Les actionnaires qui n'apporteraient pas leurs titres à l'Offre auraient toutefois la possibilité d'exercer leurs droits préférentiels de souscription pour suivre l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription postérieure à l'Offre. Le Conseil a souligné qu'ainsi, les actionnaires pourraient s'associer à la nouvelle étape d'évolution de la Société à laquelle vont participer les managers actionnaires aux côtés du fonds Argos Soditic.

A la date du 25 juin 2010, la Société détenait 16 337 actions propres acquises dans le cadre de son programme de rachat, en application du contrat de liquidité conclu avec PORTZAMPARC Société de Bourse. Le Conseil a indiqué, qu'en l'état, au regard du caractère strictement limité de leur affectation à l'un des objectifs du programme de rachat, à savoir l'animation du marché, ces actions ne pourront pas être apportées à l'Offre.

#### **Intentions des membres du conseil de surveillance à l'égard de l'Offre :**

Monsieur Roland Fitoussi n'apportera pas ses titres à l'Offre, étant précisé qu'aux termes de l'accord conclu avec la société Argos Soditic, HIP Fénelon, société contrôlée par Monsieur Fitoussi, a pris l'engagement de vendre à l'Initiateur, 1 700 000 titres au prix de 1,70 euro par action.

Madame Alessandra Faraone , Messieurs Armand, Nicolas Celier, Jacques Lebhar et Jean Veillon ont fait part de leur décision de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Monsieur Julian Berger absent excusé avait fait part au Président, préalablement au Conseil, de sa décision de ne pas apporter ses titres à l'Offre.

**Sur la base de l'ensemble des éléments qui précèdent, le Conseil de surveillance, après en avoir délibéré, a décidé, à l'unanimité de ses membres présents, de rendre un avis favorable sur le projet d'Offre.**

#### **Complément à l'avis motivé du Conseil de surveillance en date du 29 juin 2010**

Le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 15 juillet 2010 à 16h sous la présidence de Monsieur Roland Fitoussi à l'effet notamment de compléter son avis motivé en date du 29 juin 2010.

Ainsi, en complément de son avis motivé en date du 29 juin 2010, le Conseil de Surveillance a considéré que le projet d'Offre de Partners in Action est dans l'intérêt des porteurs d'Océanes en ce que cette Offre permet à ces derniers de céder de façon immédiate leurs Océanes dans des conditions financières acceptables puisque le prix de 10,53 euros par Océane, coupon attaché, garantit un taux de rendement actuariel (7,75%) identique à celui offert en cas de remboursement à l'échéance. Par ailleurs, l'expert indépendant, dans son rapport, a conclu au caractère équitable du prix par Océane proposé dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil de surveillance a noté par ailleurs que les porteurs d'Océanes qui n'apporteraient pas leurs Océanes à l'Offre pourraient demander, à l'issue de l'Offre et en raison du changement de contrôle de la Société consécutif à l'Offre, le remboursement anticipé de leurs Océanes au prix de 10,50 euros par Océane. Ce prix a également été calculé dans le but d'offrir un taux de rendement actuariel de 7,75% au jour où aura lieu le remboursement anticipé.

**6. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIETE**

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront composées du document de référence déposé le 18 mai 2010 sous le numéro D.10-0436 et de l'actualisation du document de référence qui sera déposée au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

## **7. PERSONNES ASSUMANT 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. »*

Filippo Mantegazza, Président du Directoire