

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

présenté par



EN REPONSE AU PROJET DE GARANTIE DE COURS VISANT SES ACTIONS

DEPOSE PAR

EMV HOLDCO SAS

conseillée par



CORPORATE FINANCE

CETTE GARANTIE DE COURS ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN
REPOSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

AVIS IMPORTANT

Dans le cas où, à la clôture de la présente garantie de cours, les Concertistes (tel que ce terme est défini à l'article 1.1 ci-après) détiendraient au moins 95% des droits de vote d'Emailvision, EMV Holdco SAS se réserve la faculté de procéder, conformément à l'article 5 des règles d'Alternext, à une offre de rachat au prix de 3,95 euros par action qui sera immédiatement suivie, à sa clôture, d'une demande à NYSE Euronext de radiation des actions Emailvision d'Alternext.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de la société Emailvision (www.emailvision.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Emailvision
42-46, rue Médéric
92110 Clichy

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Emailvision seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de la garantie de cours, selon les modalités indiquées ci-dessus.

1 PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 DESCRIPTION DE L'OFFRE

En application de l'article 3 des règles d'Alternext Paris et de l'article 235-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), la société EMV Holdco SAS, société par actions simplifiée de droit français, inscrite au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 523 546 992 RCS Paris, dont le siège social se situe 102, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris (« EMV Holdco » ou l'« Initiateur »), agissant de concert (i) d'une part avec Messieurs Nicholas Heys et Guy Porré en vertu d'un accord de droit français intitulé « *investment agreement* » conclu le 30 juillet 2010, et (ii) d'autre part avec des fonds représentés par Sophrosyne Capital LLC (les « Fonds Sophrosyne »), et des fonds et Monsieur William Twyman Comfort III représentés par Conversion Capital Partners Ltd. (« Conversion »), en vertu d'un pacte d'actionnaires de droit français intitulé « *shareholders' agreement* » conclu le 30 juillet 2010 (l'ensemble des actionnaires énumérés ci-dessus étant désignés ci-après les « Concertistes »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Emailvision, société anonyme au capital social d'un montant de 1.982.680,80 euros, inscrite au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 418 712 857 RCS Paris, dont le siège social est situé 42-46, rue Médéric, 92110 Clichy (« Emailvision » ou la « Société »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext Paris de NYSE Euronext, sous le code ISIN FR0004168045, la possibilité de céder la totalité de leurs actions de la Société au prix de 3,95 euros par action dans le cadre de la garantie de cours décrite ci-après (la « Garantie de Cours » ou l'« Offre »).

La Garantie de Cours vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par les Concertistes, soit à la date des présentes 2.628.734 actions de la Société représentant 13,26 % du capital de la société et 13,70 % des droits de vote d'Emailvision, ainsi que sur l'ensemble des actions susceptibles d'être souscrites sur exercice de options de souscription et bons de souscription d'actions émis par la Société (soit, 871.160 actions supplémentaires).

La Garantie de Cours sera ouverte pour une durée de 15 jours de négociation.

Dans l'hypothèse où les Concertistes viendraient à détenir directement ou indirectement plus de 95% des droits de vote d'Emailvision à l'issue de la Garantie de Cours, EMV Holdco s'est réservé la faculté de procéder, à l'issue de la Garantie de Cours, à une offre de rachat, à un prix par action de 3,95 euros, qui serait suivie, à sa clôture, d'une demande à NYSE Euronext de radiation des actions Emailvision d'Alternext, conformément aux dispositions de l'article 5 des règles d'Alternext. Dans l'hypothèse où la réglementation applicable à Alternext Paris le permettrait, l'Initiateur se réserve en outre la faculté de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire si les conditions requises sont remplies, plutôt que de procéder à une offre de rachat dans le cadre de l'article 5 des règles d'Alternext.

La Société confirme ne pas avoir transmis à l'Initiateur d'informations privilégiées dans le cadre de la préparation de l'offre dont la substance ne serait pas reprise dans le document « autres informations » visé au dernier paragraphe de la page de couverture de la présente note en réponse.

1.2 CONTEXTE DE L'OFFRE

1.2.1 Actionnariat de la Société avant l'acquisition d'actions par l'Initiateur

La Société est une société anonyme au capital de 1.982.680,80 euros, divisé en 19.826.808 actions d'une valeur nominale de 10 centimes d'euro chacune.

Au 29 juillet 2010 (c'est-à-dire préalablement à la réalisation des opérations ayant permis l'acquisition du bloc de contrôle de la société par EMV Holdco et, notamment, l'exercice de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise), le nombre total de droits de vote s'établissait à 28 136 541, compte tenu de l'existence de droits de vote double. A cette même date, le capital de la Société s'élevait à 1.802.436,80 euros, divisé en 18.024.368 actions d'une valeur nominale de 10 centimes d'euro chacune, réparties, à la connaissance de la Société, de la manière suivante :

Actionnaires	Actions	% Actions	Droits de vote	% Droits de vote
Nicholas Heys	1.637.867	9,09%	3.267.355	11,61%
Grant & Partners Invest*	757.172	4,20%	1.308.554	4,65%
GPPM Invest*	226.186	1,25%	226.186	0,80%
ss-total dirigeants	2.621.225	14,54%	4.802.095	17,07%
FCPR Sofinnova Capital IV	3.866.756	21,45%	7.715.666	27,42%
SPEF E Fund	2.994.452	16,61%	5.973.205	21,23%
FCPI BP Innovation IV	821.531	4,56%	1.566.301	5,57%
Conversion	2.325.465	12,90%	2.325.465	8,26%
Fonds Sophrosyne	1.038.602	5,76%	1.038.602	3,69%
ss-total investisseurs institutionnels	11.046.806	61,29%	18.619.239	66,17%
Public	4.356.337	24,17%	4.715.207	16,76%
dont John Sadowsky	256.395	1,42%	512.790	1,82%
dont Louis Bousquet	1.353.494	7,51%	1.353.494	4,81%
dont Patrick Mercier	117.714	0,65%	117.714	0,42%
ss-total public	4.356.337	24,17%	4.715.207	16,76%
Total	18.024.368	100,00%	28.136.541	100,00%

* La société GP Invest, société contrôlée à 97,90% par Monsieur Guy Porré, directeur général délégué et administrateur de la Société, détient 50,27% du capital et des droits de vote de la société Grant & Partners Invest, qui détient elle-même 50,10% du capital et des droits de vote de la société GPPM Invest.

NB : Le tableau ci-dessus a été établi conformément aux règles de calculs préconisées par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

En outre, les valeurs mobilières et autres droits attribués aux dirigeants et salariés du groupe et donnant accès au capital de la Société, étaient les suivants :

- (i) 1.802.440 bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises (les « BSPCE »), permettant la souscription d'un total de 1.802.440 actions de la Société ;
- (ii) 1.027.865 options de souscription d'actions, dont seules 723.660, permettant la souscription d'un total de 723.660 actions de la Société, demeurent exerçables jusqu'à la clôture de la Garantie de Cours (les « Options »); et

- (iii) 147.500 bons de souscription d'actions (les « BSA ») permettant la souscription d'un total de 147.500 actions de la Société ;

étant précisé que les titulaires des BSPCE (à savoir Messieurs Nicholas Heys et Guy Porré qui en détenaient respectivement 1.081.464 et 720.976) ont exercé ces BSPCE en totalité le 30 juillet 2010, et ont cédé ou se sont engagés à céder ou à apporter, directement ou indirectement via, notamment, des holdings familiales, la totalité des actions de la Société en résultant à l'Initiateur au prix de 3,95 euros par action, dans le cadre des cessions et apports visés au paragraphe 1.2.2 ci-après.

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société.

1.2.2 Acquisition d'actions, engagements de cession et d'apport et pactes d'actionnaires

1.2.2.1 Acquisition d'actions et engagement de cession d'actions

a) *Acquisition d'actions auprès de trois actionnaires minoritaires*

EMV Holdco a conclu le 29 juillet 2010 avec Messieurs Louis Bousquet, John Sadowsky et Patrick Mercier trois contrats de cessions d'actions en vertu desquels ces trois personnes ont chacune cédé à l'Initiateur, le même jour, les actions d'Emailvision dont elles étaient propriétaires, à savoir 1.353.494 actions pour Monsieur Bousquet, 256.395 actions pour Monsieur Sadowsky et 117.714 actions pour Monsieur Mercier (soit un total de 1.727.603 actions, représentant 8,71% du capital d'Emailvision, sur une base diluée des BSPCE uniquement) pour un prix de 3,95 euros par action.

b) *Acquisition d'actions et engagement de cession d'actions au titre du contrat de cession principal*

EMV Holdco a par ailleurs conclu le 30 juillet 2010 avec, d'une part, les dirigeants d'Emailvision et certaines de leurs holdings (à savoir (i) Monsieur Guy Porré, (ii) la société Grant & Partners Invest, dont Monsieur Guy Porré détient le contrôle, (iii) la société GPPM Invest contrôlée par la société Grant & Partners Invest, (iv) Monsieur Nicholas Heys et (v) la société 3Green dont Monsieur Nicholas Heys détient le contrôle (les « Cédants Managers ») et avec, d'autre part, certains actionnaires financiers historiques d'Emailvision, à savoir le FCPR Sofinnova Capital IV, le FCPR SPEF E-Fund et le FCPI BP Innovation IV (les « Cédants Investisseurs »), un contrat de cession d'actions (le « Contrat de Cession Managers et Investisseurs »), aux termes duquel les Cédants Managers et les Cédants Investisseurs ont cédé ou se sont engagés à céder à l'Initiateur, hors marché, aux dates et dans les proportions indiquées dans le tableau ci-dessous, un total de 10.244.910 actions de la Société représentant environ 51,67% du capital de la Société (sur une base diluée des BSPCE uniquement) (les « Actions Transférées »), et ce pour un prix de 3,95 euros par action, soit un prix total de 40.467.394,50 euros :

Nom de l'actionnaire	Actions transférées à la Date de Closing Initial*	%	Actions transférées à la Date de Closing Différé**	%	Nombre total d'actions cédées	%
Nick Heys	927,600	4.68%	-	-	927,600	4.68%
3Green	-	-	290,725	1.47%	290,725	1.47%
Guy Porré	360,488	1.82%	-	-	360,488	1.82%
GPPM Invest	226,186	1.14%	-	-	226,186	1.14%
Grant & Partners Invest	757,172	3.82%	-	-	757,172	3.82%
PCPR Sofinnova Capital IV	3,866,756	19.50%	-	-	3,866,756	19.50%
FCPI BP Innovation IV	821,531	4.14%	-	-	821,531	4.14%
FCPR SPEF E-fund	2,994,452	15.10%	-	-	2,994,452	15.10%
Total	9,954,185	50.21%	290,725	1.47%	10,244,910	51.67%

Nombre total actions compte tenu de l'exercice des BSPCE	19,826,808
--	------------

* Le 30 juillet 2010

** Au plus tard 30 jours ouvrés après la Date de Closing Initial

La cession des Actions Transférées s'est donc réalisée en deux étapes : 9.954.185 Actions Transférées ont été cédées par les actionnaires concernés à la date de signature du Contrat de Cession Managers et Investisseur, soit le 30 juillet 2010 (la « Date de Closing Initial »), et 290.725 actions seront cédées par la société 3Green dans les 30 jours ouvrés suivant la Date de Closing Initial et avant le lancement de la Garantie de Cours (la « Date de Closing Différé »). En garantie, d'une part, de la réalisation de la cession devant intervenir à la Date de Closing Différé, et, d'autre part, des apports devant être effectués à cette même Date de Closing Différé (ces apports étant décrits au paragraphe 1.2.2.2. ci-après), une fraction du prix payable à Monsieur Nicholas Heys, GPPM Invest et Grant & Partners Invest a été placée sous séquestre (et sera libérée du séquestre dès réalisation des cessions et apports susvisés), pour les montants suivants :

- Monsieur Nicholas Heys : 1.026.792 euros ;
- GPPM Invest : 106.957,50 euros ; et
- Grant & Partners Invest : 716.094,60 euros.

Le Contrat de Cession Managers et Investisseurs contient en outre, notamment, des déclarations et garanties classiques au profit de l'Initiateur.

1.2.2.2 Engagements d'apport en nature au bénéfice de l'Initiateur

EMV Holdco a par ailleurs conclu le 30 juillet 2010 avec les dirigeants d'Emailvision (et, s'agissant de Monsieur Nicholas Heys, la société 3Green, dont il détient la totalité du capital), un contrat d'investissement (*investment agreement*) (le « Contrat d'Investissement ») aux termes duquel :

- la société 3Green s'est engagée, au plus tard à la Date de Closing Différé, à apporter à l'Initiateur, sous forme d'apport en nature, rémunéré par des titres de l'Initiateur, 1.424.080 actions de la Société, sur la base d'une valorisation de 3,95 euros par action apportée, ce dont Monsieur Nicholas Heys s'est porté fort ; et

- Monsieur Guy Porré s'est engagé, au plus tard à la Date de Closing Différé, à apporter à l'Initiateur, sous forme d'apport en nature, rémunéré par des titres de l'Initiateur, 360.488 actions de la Société, sur la base d'une valorisation de 3,95 euros par action apportée.

En conséquence, les apports susvisés ont été consentis et acceptés, et seront réalisés au plus tard à la Date de Closing Différé, moyennant :

- l'émission au pair et l'attribution de 5.625.116 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de 3Green, émises par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 5.625.116 euros ;
- l'émission au pair et l'attribution de 1.423.927 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de Monsieur Guy Porré, émises par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 1.423.927 euros.

1.2.2.3 Pacte d'associés avec 3Green et Messieurs Nicholas Heys, et Guy Porré

Le Contrat d'Investissement prévoit qu'à la Date de Closing Différé, Monsieur Nicholas Heys, 3Green SARL, Monsieur Guy Porré (collectivement les « Associés Managers ») et FP-EMV SARL, actuel associé unique d'EMV Holdco, (« FP-EMV ») contrôlé par le fonds Francisco Partners II (Cayman) L.P., géré par la société de droit américain Francisco Partners, signeront un pacte d'associés relatif à EMV Holdco (le « Pacte d'Associés EMV-Holdco ») dont les principales dispositions sont les suivantes :

- le conseil d'administration d'EMV Holdco sera initialement composé de trois administrateurs nommés sur proposition de FP-EMV et de deux administrateurs nommés sur proposition de Messieurs Nicholas Heys et Guy Porré, étant précisé que Monsieur Nicholas Heys sera nommé président d'EMV Holdco ;
- les dirigeants d'EMV Holdco et de ses filiales devront obtenir l'accord préalable d'un des administrateurs nommés sur proposition de FP-EMV pour toute décision importante dont la liste figure dans le Pacte d'Associés EMV Holdco ;
- Messieurs Nicholas Heys et Guy Porré conserveront leurs mandats, respectivement, de président directeur-général et de directeur général délégué d'Emailvision pour des durées d'un an renouvelables ; les dispositions du Pacte d'Associés EMV Holdco relatives à la gouvernance d'EMV-Holdco s'appliqueront *mutatis mutandis* à Emailvision et ses filiales ;
- les Associés Managers ne pourront pas transférer leurs actions EMV-Holdco avant le 31 décembre 2020, sauf dans le cadre des transferts limitativement autorisés au titre du Pacte d'Associés EMV-Holdco (notamment transfert aux époux, enfants et sociétés holdings des Associés Managers) ou résultant d'une des dispositions du Pacte d'Associés EMV-Holdco ;
- les Associés Managers ont le droit de maintenir leur participation dans le capital d'EMV Holdco à la quote-part de ce capital que représentent les actions qu'ils détiennent préalablement à toute prise de décision d'émission d'actions immédiate ou à terme, sous réserve de certaines exceptions limitativement prévues ;
- FP-EMV bénéficie d'un droit de préemption portant sur l'intégralité des titres visés par un projet de transfert de titres par un Associé Manager ;

- les Associés Managers disposent, dans certaines hypothèses, d'un droit de sortie conjointe, soit proportionnelle, soit totale ;
- FP-EMV bénéficie, dans certaines hypothèses, d'une option d'achat irrévocable sur une partie proportionnelle des titres d'Emailvision détenus par les Associés Managers ;
- par ailleurs, les Associés Managers ont chacun consenti une promesse de vente irrévocable à FP-EMV, exerçable en cas de survenance de certains événements précisément définis ;
- les Associés Managers se sont engagés à voter en faveur de toute résolution et de coopérer en vue de toute introduction en bourse d'EMV-Holdco qui serait envisagée par FP-EMV ; en cas d'offre secondaire, les Associés Managers auront le droit de vendre proportionnellement le même nombre d'actions que FP-EMV et ce, à des conditions non moins favorables que celles applicables à FP-EMV ;
- FP-EMV aura le droit de demander à EMV-Holdco de procéder à une « *registration* » de ses actions, en particulier sur les marchés américains et conformément aux dispositions du droit américain ; les Associés Managers auront le droit de participer proportionnellement à une telle « *registration* » ;
- Messieurs Nicholas Heys et Guy Porré ont souscrit un engagement de non-concurrence et un engagement d'exclusivité ;
- le Pacte d'Associés EMV-Holdco prévoit que, postérieurement à la Garantie de Cours, EMV-Holdco émettra (i) au bénéfice de Monsieur Nicholas Heys des bons de souscriptions d'actions exerçables sur une période de 4 ans suivant leur émission et qui donneront droit à la souscription d'actions de préférence sans droit de vote (convertibles en actions ordinaires sous certaines conditions) et (ii) au bénéfice de Monsieur Guy Porré des options de souscription d'actions exerçables sur une période de 4 ans suivant leur émission et qui donneront droit à la souscription d'actions de préférence sans droit de vote (convertibles en actions ordinaires sous certaines conditions).

1.2.2.4 Pacte d'actionnaires avec les Fonds Sophrosyne et Conversion

Le 30 juillet 2010, EMV Holdco a conclu avec les Fonds Sophrosyne et Conversion un pacte d'actionnaires (le « Pacte d'Actionnaires Emailvision ») et une lettre-accord. Le même jour, FP-EMV et Francisco Partners II (Cayman) L.P. ont également conclu une lettre-accord avec les Fonds Sophrosyne et Conversion, respectivement.

Les principales dispositions de ces accords sont les suivantes :

- Conversion et les Fonds Sophrosyne ont accepté d'agir de concert avec EMV Holdco dans le cadre de la présente garantie de cours ainsi que, jusqu'au 31 décembre 2013, pour toute procédure d'offre publique de retrait, de retrait obligatoire ou de radiation d'Alternext qu'EMV-Holdco souhaiterait initier ;
- EMV Holdco s'est engagée à ne pas forcer Conversion ou les Fonds Sophrosyne à vendre leurs actions Emailvision, notamment dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire, et, plus généralement, autrement que conformément aux dispositions du Pacte d'Actionnaires Emailvision ;
- Conversion et les Fonds Sophrosyne se sont engagés à ne pas transférer leurs actions avant le 31 décembre 2013 sans l'accord express d'EMV Holdco, sauf dans le cadre d'un des transferts autorisés au titre du Pacte d'Actionnaires Emailvision ou en cas de transfert résultant d'une de ses dispositions ;
- Conversion et les Fonds Sophrosyne bénéficient d'un droit de maintenir leurs participations au capital d'Emailvision à la quote-part de ce capital que représentent les actions qu'elles détiennent préalablement à toute décision d'émission d'actions immédiate ou à terme, sous réserve de certaines exceptions limitativement prévues ;
- EMV Holdco bénéficie d'un droit de préemption portant sur l'intégralité des titres visés par un projet de transfert de titres d'une entité Conversion ou les Fonds Sophrosyne ;
- Conversion et les Fonds Sophrosyne disposent dans certaines hypothèses d'un droit de sortie conjointe ;
- EMV-Holdco bénéficie dans certaines hypothèses d'une option d'achat irrévocable sur l'intégralité des titres d'Emailvision détenus par Conversion et les Fonds Sophrosyne ;
- Conversion et les Fonds Sophrosyne se sont engagés à voter en faveur de toute résolution et de coopérer en vue de toute introduction en bourse d'Emailvision qui serait envisagée par EMV-Holdco dans le futur ; en cas d'offre secondaire, Conversion et les Fonds Sophrosyne auront le droit de vendre proportionnellement le même nombre d'actions qu'EMV Holdco et ce, à des conditions non moins favorables que celles applicables à EMV Holdco ;
- EMV Holdco aura le droit de demander à Emailvision de procéder à une « *registration* » de ses actions, en particulier sur les marchés américains et conformément aux dispositions du droit américain ; Conversion et les Fonds Sophrosyne auront le droit de participer proportionnellement à une telle « *registration* ».

1.2.2.5 Bloc de contrôle – Répartition de l'actionnariat

Les actions d'Emailvision cédées ou apportées (ou devant être cédées ou apportées) aux termes du Contrat de Cession Managers et Investisseurs, des contrats de cession complémentaires visés au paragraphe 1.2.2.1(a) ci-dessus et du Contrat d'Investissement, ainsi que les actions détenues par les Fonds Sophrosyne et Conversion agissant de concert avec EMV Holdco, constituent le bloc de contrôle (le « Bloc de Contrôle »).

La conversion au porteur des actions Emailvision détenues sous la forme nominative depuis plus de deux ans par certains des cédants pour les besoins de la cession a entraîné ou entraînera la perte des droits de vote double attachés à ces actions.

En conséquence, à l'issue des opérations visées aux paragraphes 1.2.2.1 à 1.2.2.4 ci-dessus, l'Initiateur détient 13.834.007 actions représentant 69,77 % du capital et 69,42 % des droits de vote de la Société, et les Concertistes détiennent 17.198.074 actions représentant 86,74 % du capital et 86,30 % des droits de vote, ainsi qu'il suit :

Actionnaires	Actions	% Actions	Droits de vote	% Droits de vote
EMV Holdco	13,834,007	69.77%	13,834,007	69.42%
ss-total	13,834,007	69.77%	13,834,007	69.42%
Conversion	2,325,465	11.73%	2,325,465	11.67%
Fonds Sophrosyne	1,038,602	5.24%	1,038,602	5.21%
ss-total Concertistes	17,198,074	86.74%	17,198,074	86.30%
Public	2,628,734	13.26%	2,731,209	13.70%
Total	19,826,808	100.00%	19,929,283	100.00%

NB : Le tableau ci-dessus a été établi conformément aux règles de calculs préconisées par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

Il est par ailleurs rappelé que les actions bénéficiant d'un droit de vote double qui seront apportées à l'Offre perdront ce droit lors de leur transfert.

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 31 AOUT 2010

Le 30 juillet 2010, à la suite de l'acquisition par l'Initiateur d'une majorité du capital et des droits de vote de la Société, Messieurs Hans-Jürgen Gerhardt et Pierre Soria, Seventure Partners et Sofinnova Partners ont démissionné de leurs mandats d'administrateurs et Messieurs Deep Shah et Neil Garfinkel ont été cooptés en remplacement, à la demande de l'Initiateur.

Le conseil d'administration, dorénavant composé de Messieurs Nicholas Heys, Guy Porré, Deep Shah et Neil Garfinkel, s'est réuni le 31 août 2010, sur convocation de son président et, à l'unanimité, a rendu l'avis motivé suivant sur l'Offre :

« Après en avoir délibéré et constaté que :

- (i) le prix de l'offre, qui s'élève à 3,95 euros par action, correspond à la fois (i) au prix acquitté dans le cadre de l'acquisition par EMV Holdco SAS d'une majorité du capital et des droits de vote de la Société auprès, notamment, de son président directeur général, de son directeur général délégué, de Sofinnova Partners et de Seventure Partners et (ii) à la valorisation retenue dans le cadre des apports en nature d'actions de la Société à EMV Holdco SAS par 3Green, une société dont le président directeur général détient l'intégralité du capital, et son directeur général délégué ;
- (ii) le prix de 3,95 euros par action représente une prime de 35% par rapport au cours de bourse des actions de la Société au 29 juillet 2010 (la veille du jour où le cours des actions de la Société a été suspendu), 42% par rapport à la moyenne pondérée de ses cours de bourse au cours des 40 derniers jours de bourse et 63% par rapport à la moyenne pondérée de ses cours de bourse au cours des 250 derniers jours de bourse ;
- (iii) Madame Sonia Bonnet-Bernard, du cabinet Ricol Lasteyrie, expert indépendant, a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet de garantie de cours, a conclu au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix par action de 3,95 euros proposé par EMV Holdco SAS ;
- (iv) EMV Holdco SAS a indiqué, dans son projet de note d'information, avoir l'intention de conforter la position d'acteur de référence de la Société sur le marché de l'édition de logiciels d'email marketing de fidélisation, par le biais, notamment, d'un soutien financier à son développement à l'international, et ne pas envisager de procéder à des restructurations de la Société ; et
- (v) le rapprochement avec Francisco Partners est l'aboutissement de plusieurs mois de réflexions de la Société sur la meilleure manière de mettre en œuvre sa stratégie de développement, menées avec l'aide notamment de Pacific Crest, son conseil financier, dans le cadre desquelles la Société a étudié différents scénarios possibles dans son intérêt, celui de ses actionnaires et celui de ses salariés,

le conseil d'administration de la Société estime, à l'unanimité, que :

- (i) les conditions financières de la garantie de cours sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par Oddo Corporate Finance, la banque présentatrice de la garantie de cours et l'expert indépendant faisant apparaître que la garantie de cours assure aux actionnaires minoritaires une prime significative au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et
- (ii) le projet de garantie de cours est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Dans la mesure où la garantie de cours représente une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables, le conseil d'administration décide en outre, à l'unanimité, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre. »

2.2 ACCORDS AVEC DES TIERS DANS LE CADRE DE L'OPERATION

Ni la Société, ni aucune personne agissant en son nom et pour son compte n'a employé, retenu ou rémunéré ou n'envisage à ce jour d'employer, retenir ou rémunérer un quelconque tiers en vue d'effectuer des recommandations ou des sollicitations au nom et pour le compte de la Société relativement à l'Offre.

3 AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT

La Société a procédé le 14 juin 2010 à la désignation du cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Le cabinet Ricol Lasteyrie a rendu dans ce cadre le rapport suivant.

GARANTIE DE COURS VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EMAILVISION INITIEE PAR LA SOCIETE

EMV HOLDCO SAS

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Dans le cadre de la garantie de cours (ci-après dénommée « l'Offre ») initiée par la société EMV Holdco SAS (ci-après dénommée « EMV Holdco » ou « l'Initiateur »), portant sur les actions de la société Emailvision (ci-après dénommée « la Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, dans le respect de l'article 3 des Règles d'Alternext Paris et de l'article 235-4 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »).

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la Société, soit 3,95 euros par action, correspond au prix de cession par Messieurs Nicholas Heys, Guy Porré, Louis Bousquet, John Sadowsky et Patrick Mercier ainsi que par les sociétés GPPM Invest, Grant & Partners Invest, FCPR Sofinnova Capital IV, FCPR SPEF E-Fund et FCPI BP Innovation IV, de 58,9 % du capital de la Société à la société EMV Holdco.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites en partie 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société et par ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni examiné les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 *Présentation de l'Initiateur*

EMV Holdco est une société par actions simplifiée de droit français au capital de 51 648 063 euros, dont le siège social est situé 102 avenue des Champs Elysées à Paris (75008).

Ce véhicule, créé spécifiquement pour l'acquisition, est sans activité à ce jour. Il est contrôlé par des fonds gérés par Francisco Partners, fonds de private equity américain qui investit essentiellement dans des activités de services technologiques.

1.1.2 Présentation de la Société

Emailvision est une société anonyme à conseil d'administration, au capital de 1 982 680,80 euros¹, dont le siège social est situé 42-46 rue Médéric à Clichy (92110). Son capital est divisé en 19 826 808 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 0,10 euro. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext (Paris) de NYSE Euronext, sous le code ISIN FR0004168045.

La société Emailvision s'est développée pour devenir le leader international du « software as a service » (SaaS) pour l'« email marketing ». Elle propose une application logiciel en mode ASP accessible depuis tout navigateur Internet via une interface Web conviviale : Campaign CommanderTM « on demand », qui permet de mieux gérer tous les aspects des campagnes d'emailing : design, automatisation, livraison, analyse.

La société a été fondée en France en mai 1999 par Monsieur Nicholas Heys. Début 2006, les actions de la société Emailvision ont été admises sur le marché NYSE Alternext d'Euronext Paris avec une première cotation le 8 février 2006.

Emailvision a réalisé un chiffre d'affaires de 29,4 M€ en 2009 pour un niveau d'EBIT de 1,3 M€, soit un taux de marge de 4 %. Elle bénéficie d'une position de trésorerie positive.

Le périmètre du groupe Emailvision comprend dix sociétés : la société-mère basée en France et neuf sociétés basées en Allemagne, en Grande-Bretagne, en Belgique (acquise en mai 2006), aux Etats-Unis, aux Pays-Bas, en Suisse, en Scandinavie (créée en mars 2009), en Espagne (créée en mars 2009) et en Italie (créée en décembre 2009).

1.2. Contexte et termes de l'Offre

Les 29 et 30 juillet 2010, EMV Holdco a conclu avec les actionnaires dirigeants d'Emailvision et leurs holdings ainsi qu'avec certains actionnaires investisseurs (FCPR Sofinnova Capital IV, FCPR SPEF E-Fund, FCPI BP Innovation IV, Louis Bousquet, John Sadowsky et Patrick Mercier), des contrats de cession d'actions aux termes desquels les actionnaires ont cédé à l'Initiateur, hors marché, un total de 11 681 788 actions de la Société représentant 58,9 % de son capital (sur une base diluée des BSPCE) à un prix de 3,95 euros par action, soit un prix total de 46 143 062,60 euros.

D'autre part, la société 3Green a convenu de céder 290 725 actions de la Société représentant 1,5 % de son capital (sur une base diluée des BSPCE) à un prix de 3,95 euros par action, soit un prix total de 1 148 363,75 euros.

¹ Après exercice des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE) le 30 juillet 2010

Par ailleurs, un contrat d'investissement a été conclu le 30 juillet 2010 entre EMV Holdco, les actionnaires dirigeants et certaines de leurs holdings familiales, aux termes duquel les actionnaires dirigeants et leurs filiales ont convenu d'apporter à EMV Holdco un total de 1 784 568 actions de la Société représentant 9 % du capital de la Société (sur une base diluée des BSPCE) sur la base d'une valeur de 3,95 euros par action.

EMV Holdco a également conclu le 30 juillet 2010 avec deux autres investisseurs financiers de moyen/long terme dans la Société (Conversion Capital Partners Ltd. et Sophrosyne Capital LLC.), un pacte d'actionnaires régissant les termes et conditions de leurs relations jusqu'à fin 2013 ainsi que les modalités dans lesquelles ces investisseurs pourront, le cas échéant, procéder, de concert avec EMV Holdco, à une Offre de retrait sur les titres d'Emailvision.

La société EMV Holdco agissant de concert avec les dirigeants (Monsieur Nicholas Heys, Guy Porré et leurs holdings) ainsi qu'avec les Fonds Sophrosyne et Conversion (ci-après le « Concert »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 3,95 euros par action (ci-après l'« Offre ») dans le cadre d'une garantie de cours.

La garantie de cours vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par le Concert post opérations d'acquisitions et d'apports d'actions, soit 2 628 734 actions de la Société représentant 13,3 % du capital d'Emailvision.

A l'issue de l'acquisition de blocs d'actions, l'Initiateur a déclaré avoir l'intention de poursuivre la stratégie actuelle de la Société et entend donc apporter son soutien à Emailvision afin que celle-ci poursuive, sous la conduite de son management, sa politique de croissance et d'amélioration constante de ses activités.

2. DECLARATION D'INDEPENDANCE

Le cabinet Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Conformément aux préconisations de l'AMF concernant les relations avec la banque présentatrice de l'opération, nous précisons qu'au cours des deux dernières années, nous sommes intervenus en qualité d'expert indépendant sur les deux opérations suivantes dans lesquelles Oddo Corporate Finance était banque présentatrice :

- en octobre 2008 : offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société GL Trade initiée par la société Sungard ;
- en mars 2009 : offre publique alternative d'achat ou d'échange visant les actions de la société Gecimed initiée par la société Gecina.

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

3. DILIGENCES EFFECTUEES

Nos diligences ont principalement consisté à appréhender le contexte de l'opération, à mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation des actions Emailvision et à analyser le rapport d'évaluation établi par la banque présentatrice de l'Offre.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants et les responsables opérationnels de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont principalement porté sur :

- l'activité de la Société ;
- les données financières prévisionnelles, leur processus d'établissement et les principales hypothèses sous-jacentes ;
- les perspectives de développement du groupe à moyen et long terme.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes annuels et consolidés des exercices clos au 31 décembre 2007, au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2009). Nous avons en particulier vérifié que les comptes annuels et les comptes consolidés au 31 décembre 2009 de la Société avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Nous avons apprécié le caractère raisonnable des principales hypothèses économiques retenues par la direction et sur lesquelles se basent les informations financières prévisionnelles.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission. Nous avons notamment examiné les Share Purchase Agreements, l'Investment Agreement et les Shareholders' Agreements.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux d'Oddo Corporate Finance, banque présentatrice dans le cadre de l'Offre, tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix de la garantie de cours et résumés dans le projet de note d'information relative à l'Offre. Nous avons dans ce cadre rencontré les représentants de la banque à plusieurs reprises.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE EMAILVISION

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation des actions de la Société.

Nous avons écarté les méthodes de valorisation suivantes :

- l'actif net comptable ;
- l'actif net réévalué ;
- la valeur de rendement (capitalisation du dividende) ;
- les transactions comparables.

Pour valoriser la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui comprend les méthodes d'évaluation suivantes :

- la référence aux acquisitions de blocs d'actions Emailvision par EMV Holdco ;
- la méthode des cash-flows futurs actualisés.

Par ailleurs, nous avons retenu à titre d'information :

- le cours de bourse ;
- une méthode analogique fondée sur les comparables boursiers.

3.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est inscrite ni au bilan individuel, ni au bilan consolidé de la société Emailvision.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé s'établit à 14 242 milliers d'euros au 31 décembre 2009 pour 18 024 milliers d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 0,79 euro.

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs.

En l'absence d'éléments corporels ou financiers à revaloriser, cette méthode est peu appropriée.

La valeur du fonds de commerce et de la technologie est mieux appréhendée par une analyse de flux futurs actualisés, méthode qui est mise en œuvre par ailleurs.

Valeur de rendement (actualisation des dividendes)

L'approche de valorisation par l'actualisation des dividendes prend pour hypothèse que la valeur d'une action peut être déterminée par la valeur de ses dividendes futurs actualisés. Cette méthode est adaptée dans le cas de l'évaluation d'une société versant des dividendes de façon régulière.

La Société n'a pas distribué de dividendes depuis sa cotation. Il ne nous a dès lors pas semblé pertinent de retenir cette méthode.

Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée (SaaS pour l'email marketing). Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

En l'absence de transaction intervenue récemment sur des sociétés présentant suffisamment de similitudes avec Emailvision et pour lesquelles nous avons pu disposer de l'information nécessaire, nous n'avons pas retenu cette approche.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Pour l'application des méthodes mentionnées ci-dessous, nous avons retenu les éléments suivants :

Eléments prévisionnels

Le management de la société Emailvision a établi un budget 2010 dans le cadre de son processus budgétaire et prévisionnel annuel, budget qu'il a mis à jour pour intégrer les réalisations à fin mai 2010. Il a établi un plan d'affaires sur la période 2011 à 2015 à notre demande.

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions avec prise en compte de la dilution liée à l'exercice d'options (BSPCE, BSA et stock-options) à la date du 30 juin 2010. Il n'existe pas d'actions autodétenues.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 21 002 173 actions.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières réelles au 30 juin 2010 communiqués par le management.

Cet ajustement ressort à 8 745 K€ et comprend les éléments suivants au 30 juin 2010 :

- valeur des impôts différés actifs sur déficits reportables pour un montant de 3 595 K€,
- augmenté des créances de crédit d'impôt recherche, soit 537 K€,
- augmenté de la trésorerie financière, soit 3 000 K€,
- diminué des dettes financières, soit 3 481 K€,
- augmenté de l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice d'options, soit 5 094 K€.

4.2.1 Référence aux acquisitions de blocs d'actions Emailvision

Présentation de l'acquisition des blocs et des transactions liées

EMV Holdco a conclu les 29 et 30 juillet 2010 quatre contrats portant sur l'acquisition hors marché à un prix de 3,95 euros par action, d'un total de 11 681 788 actions représentant 58,9% du capital de la Société (sur une base diluée des BSPCE) auprès :

- de Monsieur Louis Bousquet, 1 353 494 actions représentant environ 6,8 % du capital de la Société ;
- de Monsieur John Sadowsky, 256 395 actions représentant environ 1,3 % du capital de la Société ;
- de Monsieur Patrick Mercier, 117 714 actions représentant environ 0,6 % du capital de la Société ;
- des dirigeants d'Emailvision et de leurs holdings² ainsi qu'auprès de certains actionnaires investisseurs d'Emailvision (FCPR Sofinnova Capital IV, FCPR SPEF E-Fund et FCPI BP Innovation IV), un total de 9 954 185 actions de la Société représentant 50,2 % du capital de la Société (sur une base diluée des BSPCE).

3Green, société contrôlée par Monsieur Nicholas Heys, a également convenu de céder à l'Initiateur, hors marché, 290 725 actions de la Société représentant 1,5 % du capital (sur une base diluée des BSPCE) à un prix de 3,95 euros par action.

Un contrat d'investissement a par ailleurs été conclu le 30 juillet 2010 entre EMV Holdco, les actionnaires dirigeants et certaines de leurs holdings familiales (GPPM Invest, Grant & Partners Invest et 3Green), aux termes duquel les actionnaires dirigeants et les sociétés qu'ils contrôlent ont convenu d'apporter à EMV Holdco un total de 1 784 568 actions de la Société représentant 9 % du capital de la Société (sur une base diluée des BSPCE) sur la base d'une valeur de 3,95 euros par action.

Concernant les dirigeants actionnaires, il ressort de ces transactions que :

- Nicholas Heys cède, directement et indirectement par le biais de 3Green, 47,6 % de ses actions de la Société et apporte 52,4 % de ses actions de la Société à EMV Holdco ;

² Monsieur Guy Porré, la société GPPM Invest contrôlée par la société Grant & Partners Invest, dont Monsieur Guy Porré détient le contrôle, Monsieur Nicholas Heys et la société 3Green contrôlée par ce dernier

- Guy Porré cède 50 % de ses actions de la Société et apporte 50 % de ses actions de la Société à EMV Holdco.

Le contrat d'investissement prévoit qu'un pacte d'associés sera signé entre FP-EMV Sàrl, actuel associé unique d'EMV Holdco et Nicholas Heys, 3Green et Guy Porré, pour notamment fixer les modalités de désignation des membres de la direction d'EMV Holdco, ainsi que les conditions générales relatives à la cession des actions EMV Holdco. En particulier, aux termes de ce pacte, chaque dirigeant actionnaire s'engagera à ne procéder à la cession d'aucune action jusqu'au 31 décembre 2020 (clause de lock-up). Le contrat d'investissement prévoit par ailleurs la signature d'un accord visant à autoriser l'émission d'instruments incitatifs en faveur de Nicholas Heys, Guy Porré et certains managers clés, sous forme de bons de souscription d'actions (pour Nick Heys), et d'options de souscription d'actions (pour Guy Porré et certains autres managers clés).

EMV Holdco a également conclu le 30 juillet 2010 avec deux autres investisseurs financiers (Conversion Capital Partners Ltd. et Sophrosyne Capital LLC.), un pacte d'actionnaires régissant les termes et conditions de leurs relations jusqu'à fin 2013 ainsi que les modalités dans lesquelles ces investisseurs pourront, le cas échéant, procéder, de concert avec EMV Holdco, à une Offre de retrait sur les titres d'Emailvision.

Analyse du prix d'offre et des contrats de cession d'actions

Le prix de 3,95 euros a été obtenu à l'issue d'une offre ouverte de vente menée à l'initiative du Conseil d'administration d'Emailvision, lequel a fait appel à la société d'investissement Pacific Crest, spécialisée dans le secteur technologique.

Pacific Crest a organisé une procédure d'enchères privées au cours de laquelle plusieurs fonds d'investissement spécialisés dans le secteur de l'informatique ont été invités à réaliser un audit préalable et à soumettre leur offre.

A l'issue de ce processus, la société Emailvision a reçu plusieurs lettres d'intention, dont une de la part de Francisco Partners. Après trois mois d'audit, Francisco Partners a soumis l'offre jugée la meilleure à 3,90 euros par action. Ce prix d'offre a finalement été amélioré pour atteindre 3,95 euros par action.

Nous avons pris connaissance des contrats de cession d'actions qui ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un complément de prix. Le prix offert dans le cadre de la présente Offre est donc identique à celui payé aux dirigeants (pour 11,4% puis 1,5% du capital dilué des BSPCE) et aux principaux actionnaires financiers d'Emailvision (pour 38,7% du capital dilué des BSPCE).

Analyse des modalités de réinvestissement accordées aux dirigeants actionnaires

Sur la base du contrat d'investissement, les actionnaires dirigeants Nicholas Heys et Guy Porré vont apporter, directement ou indirectement, 1 784 568 actions à la structure nouvellement créée EMV Holdco, soit environ 50 % de leurs titres, les 50 % restants faisant l'objet du contrat de cession d'actions susmentionné.

En contrepartie de cet investissement, les dirigeants s'engagent à développer la société et ont convenu de respecter, en tant qu'actionnaires minoritaires d'EMV Holdco, une période d'inaliénabilité (*lock-up*) prolongée, jusqu'au 31 décembre 2020, pendant laquelle seules les opérations suivantes seront autorisées :

- cession d'actions entre les parties et leurs sociétés affiliées,
- exercice d'un droit ou d'une obligation de sortie conjointe,
- exercice d'une promesse de vente au profit de l'actionnaire majoritaire en cas de départ d'un actionnaire minoritaire avant la survenance d'un « événement de liquidité ».

Aucune condition préférentielle de liquidité n'est accordée aux actions d'EMV Holdco émises en contrepartie de l'apport par les dirigeants d'une partie de leurs titres dans EMV Holdco.

En outre, l'étendue de la période de *lock-up* à laquelle les dirigeants sont soumis conforte la nature stratégique du réinvestissement dans EMV Holdco.

Par ailleurs, les conditions d'attribution d'instruments incitatifs au bénéfice des dirigeants telles qu'elles ressortent du projet de term sheet annexé au contrat d'investissement paraissent usuelles et n'appellent pas de commentaire particulier.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que les conditions de réinvestissement dont bénéficient, directement ou indirectement, Messieurs Nicholas Heys et Guy Porré ne sont pas susceptibles de remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de la présente Offre.

Analyse du pacte d'actionnaires avec les investisseurs financiers

Nous constatons que deux actionnaires investisseurs (Conversion Capital Partners Ltd. et Sophrosyne Capital LLC) détenant respectivement 11,7 % et 5,2 % du capital (après prise en compte de la dilution des BSPCE) ont conclu avec l'initiateur un pacte d'actionnaires aux termes duquel, notamment :

- ils consentent à procéder, le cas échéant, de concert avec EMV Holdco, à une Offre de retrait sur les titres d'Emailvision,
- ils s'engagent jusqu'au 31 décembre 2013, à ne céder, directement ou indirectement, aucun titre d'Emailvision sans l'accord écrit préalable d'EMV Holdco,
- ils consentent à EMV Holdco un droit de préemption ainsi que, dans certaines conditions, une option d'achat sur les titres d'Emailvision, sans prix garanti.

Nous nous sommes entretenus avec ces deux actionnaires qui nous ont confirmé oralement qu'ils s'inscrivaient dans une logique d'investissement de long-terme.

Les actionnaires ne bénéficiant d'aucun engagement de liquidité (autre que les clauses classiques de « tag along » et « drag along ») ni d'aucun prix de sortie déterminé, ce pacte ne nous paraît pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de la présente Offre. Nous observons par ailleurs que ces actionnaires ont rejoint le Concert initiant la présente Offre.

4.2.2. Méthode des flux futurs actualisés

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

4.2.2.1 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du budget 2010 et du plan d'affaires de la Société qui nous ont été communiqués par le management.

Les données prévisionnelles portent sur une période de 5 ans (2011 – 2015). Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires global de 23,4 %, sur la base d'un chiffre d'affaires estimé de 40 M€ en 2010 et de 115 M€ en 2015 ;
- un taux de marge brute sur chiffre d'affaires relativement stable entre 74,1 % en 2010 et 75,1 % en 2015 ;
- une progression du taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires de 1,6 % en 2010 à 8,5 % en 2015, induite par la croissance du chiffre d'affaires mais limitée par :
 - o la hausse des charges liées aux commerciaux et aux gestionnaires de comptes actifs ;
 - o la progression des coûts de recherche et développement.

Ce taux de marge, bien qu'en croissance, reste plus faible que celui des sociétés du secteur (de l'ordre de 11,7 % prévu en 2010), en raison de la politique de croissance soutenue (extension géographique du groupe avec prise de parts de marché) et du poids des frais de recherche et développement nécessaires pour maintenir une offre innovante.

La croissance de l'activité s'appuie sur un niveau d'investissements de 2 millions d'euros en 2010 jusqu'à 5,4 millions d'euros en 2015. Les investissements concernent principalement des installations liées à des implantations dans de nouveaux pays et des serveurs informatiques permettant d'optimiser le traitement du volume de mails clients.

4.2.2.2 Travaux de valorisation

Sur la base de discussions avec le management de la Société sur le niveau de marge normatif attendu, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur une période de 3 ans (2016 – 2018), à partir des hypothèses suivantes :

- une progression du chiffre d'affaires convergeant vers 2 % (taux de croissance à long terme) en année terminale ;
- un taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires convergeant vers 13 % proche du niveau moyen de marge attendu pour les sociétés cotées du secteur ;
- une convergence des amortissements et des investissements en fin de période d'extrapolation ;
- un niveau de variation du besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires équivalent à celui de la dernière année du plan.

Nous avons déterminé une valeur terminale sur la base d'un chiffre d'affaires en progression de 2 % (taux de croissance à long terme) par rapport à la dernière année de la période d'extrapolation et un niveau de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires égal à celui de 2018, soit 13 %.

Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital a été estimé sur la base :

- d'un bêta de 1,14 désendetté déterminé sur la base de la médiane des bêtas de notre échantillon de sociétés comparables cotées intégrant la société Emailvision (source : Datastream) ;
- d'une prime de risque de 5,70 % (Associés en Finance, juin 2010) ;
- d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché³ (Associés en Finance juin 2010) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 4,56 % ;
- d'une structure financière non endettée en raison de la situation positive de trésorerie de la majorité des sociétés comparables cotées.

Sur ces bases, le taux d'actualisation, qui correspond au coût des fonds propres, ressort à 11,05 %.

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} juillet 2010 et à mi-année.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2 % en valeur centrale, en ligne avec les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise globale ressort à 64,8 M€ et la valeur des fonds propres à 73,6 M€, soit une valeur par action de 3,50 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance,
 - +/- 0,5 point de taux d'actualisation,
 - +/- 1 point de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires,
- sont présentées ci-après.

³ E(Rm) selon les données Associés en Finance

Les valeurs par action en euros ainsi obtenues sont les suivantes :

Sensibilité croisée taux d'actualisation / croissance à l'infini

	Taux d'actualisation					
		10,05%	10,55%	11,05%	11,55%	12,05%
Taux de croissance à long terme	1,50%	3,84	3,58	3,35	3,14	2,95
	1,75%	3,94	3,67	3,42	3,21	3,01
	2,00%	4,05	3,76	3,50	3,28	3,07
	2,25%	4,16	3,85	3,59	3,35	3,14
	2,50%	4,28	3,96	3,68	3,43	3,21

Sensibilité croisée taux d'actualisation / marge d'EBIT

Taux de marge d'EBIT normatif	Taux d'actualisation					
		10,05%	10,55%	11,05%	11,55%	12,05%
	11,00%	3,41	3,18	2,97	2,78	2,62
	12,00%	3,73	3,47	3,24	3,03	2,85
	13,00%	4,05	3,76	3,50	3,28	3,07
	14,00%	4,36	4,05	3,77	3,52	3,30
	15,00%	4,68	4,34	4,04	3,77	3,53

Nous observons la grande sensibilité de la valeur au taux de marge d'EBIT à terme. Le taux que nous avons retenu (13 %) est supérieur au niveau le plus élevé réalisé par Emailvision depuis 2003 qui ressort à 8,7 % et à celui attendu des sociétés du secteur en 2010 (11,7 %), mais inférieur à celui attendu des mêmes sociétés en 2011 (14,9 %).

La valeur par action ressort dans une fourchette de 3,24 euros (marge d'EBIT à 12 %) à 3,77 euros (marge d'EBIT à 14 %), avec une valeur centrale à 3,50 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 4,8 % à 22,1 % par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés (DCF).

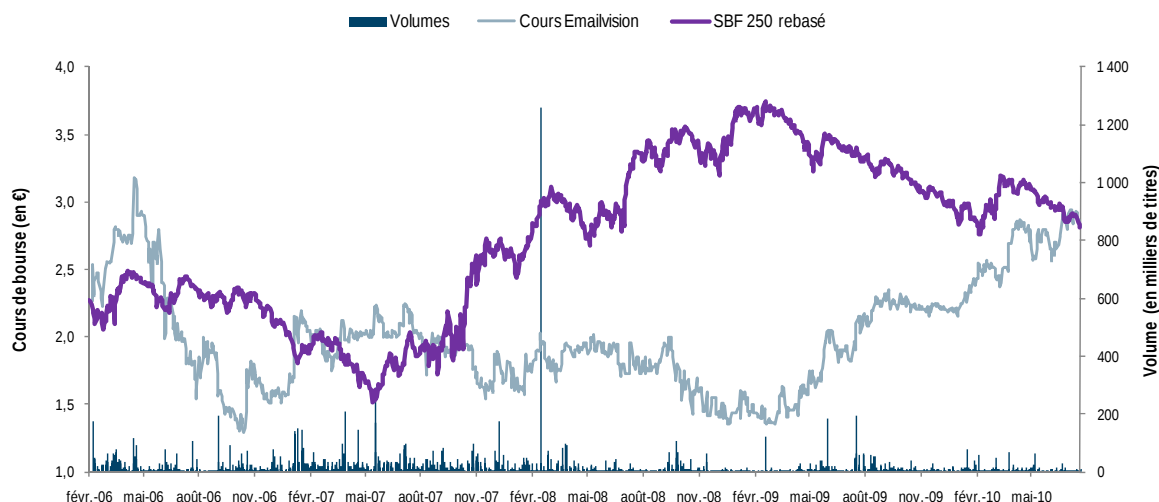
4.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

4.3.1 Cours de bourse

Les actions Emailvision ont été admises sur le marché Alternext d'Euronext Paris avec une première cotation le 8 février 2006.

Son capital est détenu à hauteur de 61,3 % par plusieurs investisseurs financiers et à hauteur de 14,5 % par le management. Le flottant s'élève à 24,2 %.

Le graphe suivant présente l'évolution du cours et des volumes du titre Emailvision depuis l'introduction en bourse :



Le cours du titre Emailvision a tout d'abord connu une forte ascension pour atteindre son plus haut niveau historique le 24 avril 2006 à 3,18 euros avant de retomber et atteindre son plus bas niveau historique le 20 octobre 2006 à 1,29 euro.

Le cours a ensuite connu une période de forte volatilité ; après une reprise sur l'année 2007, il est à nouveau tombé à 1,35 euro en mars 2009 au plus fort de la crise financière internationale. Il est en croissance depuis la fin du premier semestre 2009.

Le cours n'a jamais atteint le prix offert.

Emailvision fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier qui a indiqué un objectif de cours à 2,90 euros dans sa recommandation de janvier 2010.

Nous avons réalisé notre analyse sur le cours de l'action Emailvision à la date du 29 juillet 2010, dernière séance avant la suspension du cours suite à l'annonce de l'opération.

Les volumes quotidiens d'actions échangées sont limités. Ainsi, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois au 29 juillet 2010 s'élève à 2 820,3 milliers d'actions. Rapporté au nombre d'actions en circulation, il fait ressortir un taux de rotation de 13 % du capital et 55 % du flottant.

Les faibles volumes d'échange constatés sur le titre limitent la pertinence de ce critère pour apprécier la valeur intrinsèque de la société Emailvision, c'est pourquoi nous ne l'avons retenu qu'à titre secondaire. Le cours de bourse constitue néanmoins un indicateur de valeur pour les actionnaires minoritaires.

Les primes ressortant du prix offert dans le cadre de la présente Offre (soit 3,95 euros par action) sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an, ainsi qu'au 29 juillet 2010, sont les suivantes :

(en euros)	Cours moyen pondéré	Prime/décote par rapport au prix de l'Offre
Spot (29/07/2010)	2,92	35,3%
cours le + haut depuis l'IPO	3,18	24,2%
cours le + bas depuis l'IPO	1,29	206,2%
Moy. 1 mois	2,90	36,4%
Moy. 3 mois	2,72	45,0%
Moy. 6 mois	2,64	49,6%
Moy. 12 mois	2,40	64,6%

Le prix de l'Offre présente une prime de 35,3 % par rapport au cours spot au 29 juillet 2010 et un intervalle de primes compris entre 36,4 % et 64,6 % par rapport aux cours de bourse moyens pondérés de 1 à 12 mois.

Le cours est suspendu au prix de 2,92 euros depuis le 29 juillet 2010.

4.3.2 Méthode des sociétés comparables cotées

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (produits, clientèle, secteur géographique),
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, capitaux investis, part de marché),
- niveau et structure des marges,
- perspectives de croissance de chiffres d'affaires et de marges.

La société Emailvision opère sur le « software as a service » (SaaS) pour l'e-mail marketing, via l'application logiciel en mode ASP : *Campaign Commander*TM « on demand », permettant de mieux gérer tous les aspects des campagnes d'e-mailing.

Les sociétés françaises ou européennes opérant sur le même secteur et qui seraient réellement comparables en termes d'activité ne sont pas cotées. Les sociétés cotées intervenant sur le secteur sont américaines et présentent un niveau de capitalisation boursière ainsi qu'un niveau de marge bien supérieur à ceux de la Société. Les multiples ressortant de l'analyse sont très hétérogènes. La méthode des multiples de sociétés comparables cotées n'est ainsi utilisée qu'à titre secondaire.

A l'issue de nos analyses, nous avons retenu un échantillon de cinq sociétés évoluant dans le domaine du Customer Relationship Management, offrant des solutions permettant la gestion de bases de données clients par l'utilisation d'un logiciel SaaS :

- Salesforce.com Inc. : société américaine offrant des solutions CRM On Demand ;
- Rightnow Technologies Inc. : éditeur américain de logiciels CRM On Demand ;
- Acxiom Corp. : groupe américain opérant aux Etats-Unis, en Europe, en Asie et au Moyen-Orient, spécialisé dans la gestion des relations clients (CRM) ;
- Kenexa Corp. : groupe américain proposant des logiciels en mode SaaS permettant de gérer les bases de candidats à l'emploi ;
- Taleo Corp. : groupe américain proposant une suite de logiciels visant à optimiser, gérer et développer les bases de candidats à l'emploi.

Les niveaux de capitalisation boursière, de chiffre d'affaires et de marge d'EBIT de ces sociétés sont présentés dans le tableau suivant :

	Capitalisation	Dette	VE	CA			EBIT/CA		
	spot	nette		2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Salesforce.com Inc.	14 450	(1 228)	13 195	1 279	1 579	1 887	8,7%	15,1%	16,9%
Rightnow Technologies Inc.	530	(97)	434	129	178	205	8,6%	9,9%	16,1%
Acxiom Corp.	1 069	235	1 296	1 144	1 136	1 182	8,5%	na	na
Kenexa Corp.	261	(65)	187	158	180	200	10,1%	8,8%	11,6%
Taleo Corp.	960	(245)	715	198	231	267	12,2%	13,0%	15,1%

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible et des intérêts minoritaires. Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 23 août 2010. Nous nous sommes cependant assurés que la prise en compte de cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois et 3 mois ne remettait pas en cause le prix offert. Nous avons déterminé les multiples 2010 et 2011 prévisionnels sur la base du consensus IBES. Nous n'avons pas retenu les multiples 2012, en l'absence d'information suffisante du consensus.

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, multiples usuels dans le secteur des Computer services. Nous avons écarté le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires qui ne permet pas de tenir compte des différences de profitabilité.

Pour les sociétés comparables ne clôturant pas au 31 décembre, nous avons procédé à un ajustement calendaire des agrégats concernés.

Le tableau ci-après synthétise les multiples issus de notre échantillon :

	EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2010e	2011e	2010e	2011e
Salesforce.com Inc.	44,6 x	35,4 x	55,2 x	41,2 x
Rightnow Technologies Inc.	16,5 x	11,0 x	24,6 x	13,1 x
Acxiom Corp.	4,8 x	4,5 x	na	na
Kenexa Corp.	6,8 x	5,9 x	11,9 x	8,1 x
Taleo Corp.	15,2 x	11,5 x	23,8 x	17,8 x
Moyenne	17,6 x	13,7 x	28,9 x	20,0 x
Médiane	15,2 x	11,0 x	24,2 x	15,4 x

Eu égard à la disparité des multiples obtenus, nous avons privilégié la référence à la médiane.

Valeurs obtenues par application des multiples de comparables boursiers

Les sociétés comparables cotées présentant leurs comptes selon les normes américaines, nous avons retenu, dans un souci d'homogénéisation, les EBIT et EBITDA de la société Emailvision retraités des coûts de recherche et développement immobilisés et des amortissements relatifs à ces coûts.

La méthode des multiples issus de notre échantillon conduit aux valeurs suivantes :

- sur la base du multiple médian d'EBITDA, la valeur par action ressort entre 1,07 euro et 1,34 euro ;
- sur la base du multiple médian d'EBIT, la valeur par action ressort entre 0,67 euro et 1,04 euro.

Sur la base des capitalisations boursières au 23 août 2010 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ressortir des primes supérieures à 190 % sur la fourchette de valeurs issues de cette méthode.

5. ANALYSE DU TRAVAIL D'EVALUATION REALISE PAR LA BANQUE EVALUATRICE

Oddo Corporate Finance, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation de la garantie de cours figurant au paragraphe 1.6 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de la banque pour en discuter. La banque nous a également communiqué son rapport d'évaluation.

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Emailvision :

Méthodes d'évaluation écartées

- Actualisation des flux de dividendes futurs,
- Multiples de transactions comparables,

- Actif Net Comptable et Actif Net Réévalué (« ANR »).

Méthodes retenues

- Référence au prix des acquisitions réalisées les 29 et 30 juillet 2010,
- Cours de bourse et référence aux objectifs de cours d'analystes,
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (DCF).

Méthode présentée à titre indicatif

- Multiples des comparables boursiers.

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

La banque présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 21 millions. Nous n'avons aucun point de divergence sur ce sujet.

La banque présentatrice retient un ajustement global de passage de la Valeur d'entreprise à la Valeur des fonds propres qui s'élève à un montant positif de 9,5 millions d'euros, sur la base de la trésorerie et des dettes financières au 31 décembre 2009. Nous retenons, pour notre part, un ajustement positif de 8,7 millions d'euros, sur la base de la trésorerie et des dettes financières au 30 juin 2010.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet des méthodes de l'actif net réévalué, des multiples de transactions et du rendement, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de commentaire sur la référence au prix des acquisitions réalisées les 29 et 30 juillet 2010, ayant nous-mêmes retenu cette référence à titre principal.

5.2.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Nous n'avons pas de commentaire sur les analyses de la banque. Nous n'avons cependant retenu ces critères qu'à titre secondaire, le titre n'étant que peu liquide et suivi par un seul analyste.

5.2.2 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ou Discounted Cash Flows (DCF)

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base du plan d'affaires communiqué par la société, extrapolé sur trois années.

Pour le calcul de la valeur terminale, elle a privilégié les approches suivantes :

- une progression du chiffre d'affaires convergeant vers 2 % (taux de croissance à long terme) et un taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires convergeant vers 13 % en valeur terminale ;
- des amortissements correspondant à 3 % du chiffre d'affaires et des investissements représentant 4 % du chiffre d'affaires en année terminale.

Nous avons pour notre part considéré un niveau de marge d'EBIT normatif de 13 % dès 2018, et avons fait converger les amortissements et les investissements en fin d'extrapolation du plan en 2018.

Hypothèses financières

La banque a retenu le bêta moyen des comparables cotés (source Factset) qui ressort à 1,35, et la source Oddo Securities pour déterminer la prime de risque. Nous avons retenu les paramètres de marché à fin juin 2010 du modèle Associés en Finance.

Ces différents éléments expliquent l'écart de taux d'actualisation (11,6 % pour la banque présentatrice contre 11,05 % selon nos calculs).

La fourchette de valorisation obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 2,73 euros par action et 3,37 euros, la valeur centrale ressortant à 3,03 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 3,24 euros à 3,77 euros (valeur centrale à 3,50 euros).

5.2.3 Evaluation analogique de la Société par la méthode des comparables boursiers

La banque présentatrice a retenu un échantillon identique au nôtre regroupant les sociétés américaines, Acxiom Corp., Kenexa Corp., RightNow Technologies Inc., Salesforce.com Inc. et Taleo Corp.

Elle a privilégié les multiples médians d'EBITDA et d'EBIT sur les années 2010 et 2011, sur la base de la capitalisation boursière des sociétés comparables au 5 juillet 2010.

Nous avons retenu les mêmes multiples sur la base des capitalisations boursières au 23 août 2010.

La principale divergence vient de l'utilisation d'un consensus différent (Factset) à une date différente pour le calcul des multiples 2010 et 2011.

Concernant les multiples 2010, la banque présentatrice a conservé les éléments estimés du plan d'affaires, alors que nous les avons corrigés des réalisations au 30 juin 2010.

La méthodologie suivie par la banque présentatrice n'appelle pas d'autre commentaire de notre part, les valeurs étant proches.

Elle conduit aux fourchettes de valeurs suivantes :

- sur la base du multiple d'EBITDA, la valeur par action ressort entre 1,22 euro et 1,33 euro (entre 1,07 euro et 1,34 euro dans nos travaux) ;

- sur la base du multiple d'EBIT, la valeur par action ressort entre 0,75 euro et 1,01 euro (entre 0,67 euro et 1,04 euro dans nos travaux).

6. SYNTHESE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 3,95 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Méthode RL	Expert indépendant bas haut		Prime(décote) à 3,95 € bas haut		Banque présentatrice bas haut		Méthode Oddo
<u>A titre principal :</u>							<u>A titre principal :</u>
Transaction de référence	3,95				3,95		
DCF	3,24	3,77	22,1%	4,8%	2,73	3,37	DCF
					2,92		Cours de bourse
					2,89		- cours au 29/07/2009
					2,79		- moy. 20 jours
					2,66		- moy. 40 jours
					2,42		- moy. 120 jours
					1,29	3,18	- moy. 250 jours
					2,90		- depuis l'IPO
							Objectif de cours
<u>A titre secondaire :</u>							
Cours de bourse							
- cours au 29/07/2010	2,92		35,3%				
- moy. 1 mois	2,90		36,4%				
- moy. 3 mois	2,72		45,0%				
- moy. 6 mois	2,64		49,6%				
- moy. 12 mois	2,40		64,6%				
Comparables boursiers							Comparables boursiers
- multiple d'EBITDA	1,07	1,34	269,2%	194,8%	1,22	1,33	- multiple d'EBITDA
- multiple d'EBIT	0,67	1,04	489,6%	279,8%	0,75	1,01	- multiple d'EBIT

Ces primes et décotes sont calculées par rapport à la valorisation de l'action Emailvision avant opération (« *stand alone* »), c'est-à-dire sans prise en compte de l'incidence éventuelle des économies potentielles susceptibles d'être dégagées à l'issue de l'opération. Le management et l'initiateur nous ont confirmé que l'opération n'était pas susceptible d'engendrer de synergies.

6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Ainsi que rappelé en préambule, la présente Offre fait suite à l'acquisition par EMV Holdco de blocs de titres lui conférant la majorité du capital et des droits de vote de la société Emailvision, ce qui l'a conduit à déposer une garantie de cours.

Notre rapport est établi au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'Administration d'Emailvision et dans la perspective d'une éventuelle offre de rachat qui interviendrait, dans le respect des règles d'Alternext, si le Concert détenait plus de 95 % des droits de vote de la société, à l'issue de la présente Offre.

Ainsi que rappelé dans la note d'information, aucune procédure de retrait obligatoire n'est possible aujourd'hui sur le marché Alternext. Toutefois, le projet de loi relatif à la régulation bancaire et financière prévoit d'étendre aux marchés non réglementés qui en feraient la demande les procédures d'offre de retrait et de retrait obligatoire. Dans l'hypothèse où ce projet de loi serait définitivement adopté, l'Initiateur se réserve la faculté de mettre en œuvre ces procédures plutôt que de procéder à une offre de rachat, et nous a demandé dans cette perspective d'effectuer les mêmes diligences que celles que nous aurions mises en œuvre dans le cadre d'un retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010).

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 3,95 euros par action offert dans le cadre de la présente Offre :

- est identique au prix payé aux actionnaires dirigeants (pour environ 50% de leurs actions) et aux principaux actionnaires financiers de la Société, à l'occasion des transactions ayant permis à EMV Holdco d'acquérir le contrôle de la Société (58,9 % du capital). Après analyse des contrats et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de la transaction, nous considérons que le prix ressortant de cette acquisition du contrôle de la Société constitue une référence essentielle ;
- est identique à la valeur qui a été retenue pour l'apport de 9 % du capital de la Société par les principaux actionnaires dirigeants à EMV Holdco (représentant environ 50% de la participation détenue par les apporteurs). L'apport a été consenti aux termes d'un accord de réinvestissement stratégique prévoyant des contraintes de lock-up de 10 ans à la charge des dirigeants actionnaires, dirigeants qui s'engagent par ailleurs à continuer à participer au développement de l'activité d'Emailvision. Ces modalités de réinvestissement des dirigeants dans EMV Holdco ne sont ainsi pas susceptibles de remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de la présente Offre ;
- fait ressortir des primes comprises entre 4,8 % et 22,1 % par rapport aux valeurs issues d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF), étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur. La valeur DCF que nous avons déterminée intègre l'hypothèse selon laquelle la société sera en mesure d'augmenter son niveau de marge en 2018, tout en développant son activité, jusqu'à atteindre un niveau proche de celui des sociétés du secteur.

Bien que la pertinence du cours de bourse d'Emailvision soit limitée compte tenu du peu de liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes conséquentes par rapport à celui-ci (35,3 % par rapport au cours spot au 29 juillet 2010 et entre 36,4 % et 64,6 % par rapport aux moyennes pondérées sur différentes périodes allant jusqu'à 12 mois). L'opération offre ainsi aux actionnaires d'Emailvision une liquidité immédiate à un prix supérieur aux cours observés sur les derniers mois. Le cours n'a par ailleurs jamais atteint le prix offert depuis l'introduction de la Société sur Alternext.

En l'absence de sociétés cotées réellement comparables, la méthode analogique n'a été utilisée qu'à titre secondaire. Elle permet de conforter le caractère équitable du prix offert.

Nous observons que deux investisseurs (Conversion Capital Partners Ltd et Sophrosyne Capital LLC) présents au capital d'Emailvision depuis respectivement 4 et 2 années, ont conclu avec EMV Holdco un pacte d'actionnaires les liant jusqu'au 31 décembre 2013. Ces actionnaires, s'inscrivant dans une logique d'investissement de long-terme, choisissent ainsi d'accompagner la société dans son développement jusqu'à ce qu'elle atteigne une rentabilité plus en ligne avec le marché. Ils ont rejoint le Concert initiant la présente Offre.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 3,95 euros par action que l'initiateur envisage de proposer est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Emailvision.

Cette conclusion serait également applicable au cas où une offre de rachat interviendrait à l'issue de la présente Offre dans le respect des règles d'Alternext, si le Concert détenait plus de 95 % des droits de vote de la société.

Fait à Paris,
le 31 août 2010

Ricol Lasteyrie
Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE RECEMMENT REALISEES PAR RICOL LASTEYRIE

Depuis deux ans, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
juillet-10	Ginger	Grontmij	RBS	OPAS
mai-10	IMS	Jacquet Metals	Crédit Agricole CIB / Messier Partners	Fusion absorption
mars-10	Elf Aquitaine	TOTAL S.A.	BNP Paribas	OPR-RO
février-10	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilze OBC (groupe ABN)	OPRA
mars-09	Gecimed	Gecina	ODDO	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA
octobre-08	GL TRADE	SunGard	Oddo Corporate Finance	OPAS
août-08	Ilog	CITLOI (filiale détenue indirectement à 100% par IBM)	UBS / Natixis	OPA
avril-08	Geodis	SNCF Participations	UBS / Deutsche Bank	OPA
avril-08	Neuf Cegetel	SFR	JP Morgan / Calyon / Société Générale / Natixis / Crédit Mutuel-CIC	OPAS
février-08	Genesys	West International Holding Ltd	Lehman Brothers	OPA
février-08	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilze OBC (groupe ABN)	OPRA
janvier-08	Net2S	BT Group Plc	Lazard Frères	OPAS

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 100 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
Appréciation du contexte de l'Offre : • Discussions avec les dirigeants de la société Emailvision • Echanges avec les conseils de l'Initiateur
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la société Emailvision
Analyse de la transaction en cours sur les titres de la Société (acquisition du bloc)
Construction d'une approche fondée sur les flux futurs : • Analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société • Extrapolation des flux de trésorerie prévisionnels sur trois ans • Travaux de valorisation • Analyses de sensibilité
Mise en œuvre des méthodes analogiques : • Comparables boursiers
Recherche de transactions comparables
Analyse du cours de bourse : • Analyse de la liquidité • Analyse de l'évolution du cours
Analyse des éléments de transaction et des conditions de réinvestissement des actionnaires (Share Purchase Agreements, Investment Agreement, Shareholders' Agreements)
Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'offre de la banque présentatrice
Revue de cohérence entre le rapport de l'expert et le projet de note d'information
Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la Société
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport
Présentation des conclusions à la Société

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ÉTUDE

- Présentation de l'opération par les dirigeants d'Emailvision : 3 juin 2010
- Envoi d'un projet de lettre de mission : 4 juin 2010
- Réunions avec le management comptable et financier de la Société, en présence de la banque présentatrice :
 - ✓ 16 juin 2010
 - ✓ 23 juin 2010
 - ✓ 1^{er} juillet 2010
- Remise d'un pré-rapport : 2 août 2010
- Entretiens avec des représentants de Conversion Capital Partners Ltd et Sophrosyne Capital LLC : 4 août 2010
- Remise du rapport définitif : 31 août 2010

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Emailvision

- Monsieur Nicholas Heys, Président
- Monsieur Olivier Candau, Chief Financial Officer

Banque présentatrice, Oddo Corporate Finance

- Monsieur Laurent Durieux, Directeur Adjoint
- Monsieur Hubert de Blignières, Chargé d’Affaires

Avocats conseils de la société cible, Jones Day

- Maître Renaud Bonnet, Avocat Associé
- Maître Charles Gavoty, Avocat Associé

Avocat conseil des dirigeants, ARAMIS

- Alexis Chahid-Nouraï, Avocat Associé

Avocats conseils de la société initiatrice, Franklin

- Maître Mark Richardson, Avocat Associé
- Maître Kai Völpel, Avocat Associé

Actionnaires participant au Concert

- Monsieur Benjamin J Taylor, Sophrosyne Capital LLC
- Monsieur William Twyman Comfort III, Conversion Capital Partners Ltd

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISÉES

- Informations significatives communiquées par l’Initiateur et ses conseils
 - Projet de note d’information relative à l’Offre
 - Accords signés en juillet et août 2010 (Share Purchase Agreement, Investment Agreement, Shareholders’ Agreements)
- Informations significatives communiquées par la Société :
 - Présentation de la Société
 - Lettres d’intention fermes des candidats à l’acquisition
 - Plan d’affaires
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport de valorisation
- Informations de marché :
 - Notes d’analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, expert-comptable et commissaire aux comptes, dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation. Elle est membre de l'Autorité des Normes Comptables et vice-présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) ;
- Pierre Astolfi, diplômé de l'Institut Commercial de Nancy et titulaire du DEC, associé de Ricol Lasteyrie où il intervient depuis 5 ans plus particulièrement sur des missions d'expertise indépendante et des missions d'évaluation ; membre de la SFEV, il a participé à une quinzaine de missions d'attestation d'équité ;
- Elise Evain, manager diplômée d'expertise-comptable présente chez Ricol Lasteyrie depuis 5 ans et ayant participé à ce jour à une dizaine de missions d'attestation d'équité dans le cadre d'offres publiques ;
- deux analystes disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 3 et 8 ans.

La revue indépendante a été effectuée par Florence Lafargue (Associée).

4 CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE

A l'exception des accords décrits au paragraphe 1.2 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucune clause d'accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

5 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1 STRUCTURE DU CAPITAL

A la connaissance de la Société, le capital de la Société était réparti, juste avant et juste après les acquisitions de blocs réalisées le 30 juillet 2010 et visées au paragraphe 1.2 ci-dessus, ainsi qu'il est indiqué dans ce même paragraphe.

La Société avait par ailleurs attribué des options de souscription d'actions et des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise et émis des bons de souscription d'actions ainsi qu'il est décrit au paragraphe 1.2.1 ci-dessus.

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société.

5.2 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION

A l'exception des opérations mentionnées au paragraphe 1.2 ci-dessus, aucune opération n'a été réalisée sur les actions de la Société par la Société elle-même ou, à la connaissance de la Société, par l'un quelconque de ses administrateurs, dirigeants ou affiliés au cours des 60 jours précédant le 23 août 2010.

5.3 RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS

5.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions de la Société, autres que la privation légale des droits de vote des actions auto-détenues.

5.3.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A l'exception des accords mentionnées au paragraphe 1.2 ci-dessus, aucun accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote n'a été porté à la connaissance de la Société.

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

A l'exception de ce qui est mentionné au paragraphe 1.2 ci-dessus, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

5.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Néant, sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts.

5.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

5.6 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Néant.

5.7 LES REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES ADMINISTRATEURS AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Le conseil d'administration de la Société est composé d'au moins 3 personnes physiques ou morales, nommées par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, pour un mandat d'une durée de 6 ans renouvelable. L'assemblée générale ordinaire des actionnaires peut révoquer tout membre du conseil d'administration à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société ne peut modifier les statuts de la Société que sur proposition du conseil d'administration et à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS

Le conseil d'administration détermine les orientations stratégiques de la Société et veille à leur mise en œuvre. Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil qui dépassent l'objet social. Le directeur général est nommé par le conseil d'administration et représente la Société à l'égard des tiers.

L'assemblée générale, ou le conseil d'administration sur délégation de l'assemblée générale, décide l'émission d'actions nouvelles.

La Société ne peut acquérir ses propres actions à titre onéreux qu'à la condition (i) que l'assemblée générale ait autorisé le conseil d'administration à ce faire, (ii) que les réserves disponibles soient au moins égales au prix d'acquisition et (iii) que les actions détenues par la Société ne représentent pas plus de 10 % de son capital émis.

5.9 ACCORDS, CONTRATS, PROTOCOLES ENTRE LA SOCIETE ET LES ADMINISTRATEURS OU MEMBRES DU COMITE DE DIRECTION

5.9.1 Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et par les mandataires sociaux

Le présent tableau indique le nombre de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE), de bons de souscription d'actions (BSA), d'options de souscription d'actions et d'actions ordinaires détenus au 30 juin 2010 par les administrateurs et mandataires sociaux.

	BSPCE, BSA et options de souscription d'actions attribués et non exercés						Actions
Détenteur	BSPCE	Prix d'exercice (€)	BSA	Prix d'exercice moyen pondéré par action des BSA (€)	Options	Prix d'exercice (€)	
Nicholas Heys	1 081 464	1,52	0	-	0	-	1 637 867
Guy Porré	720 976	1,52	0	-	0	-	989 358*
Gerhardt Hans-Jürgen	0	-	52 500	1,73	0	-	-
Pierre Soria	0	-	20 000	1,52	0	-	-
Sofinnova Partners	0	-	0	-	0	-	3 848 910
Seventure Partners	0	-	0	-	0	-	3 815 983

* dont 757 172 actions ordinaires détenues par l'intermédiaire de la société Grant & Partners et 226 186 actions ordinaires détenues par l'intermédiaire de la société GPPM Invest.

Il est à noter que, le 30 juillet 2010, Messieurs Hans-Jürgen Gerhardt et Pierre Soria, Seventure Partners et Sofinnova Partners ont démissionné de leurs mandats d'administrateurs à l'issue de l'acquisition par l'Initiateur d'une majorité du capital et des droits de vote de la Société. Par ailleurs, Messieurs Nick Heys et Guy Porré ont cédé ou apporté (ou se sont engagés à céder ou apporter) leurs actions de la Société ainsi que les actions à émettre sur exercice des bons de souscription d'actions, ainsi qu'il est décrit au paragraphe 1.2 ci-dessus.

5.9.2 Rémunération et avantages des administrateurs et mandataires sociaux

5.9.2.1 Administrateurs

A l'exception de Monsieur Gerhardt Hans-Jürgen, ancien administrateur, qui a reçu 6 500 euros à titre de jetons de présence au cours de l'exercice 2008, aucun mandataire social non dirigeant n'a perçu de jetons de présence au cours des trois dernières années.

A l'exception de Monsieur Gerhardt Hans-Jürgen et de Monsieur Pierre Soria, anciens administrateurs, qui ont bénéficié d'attribution de bons de souscription d'actions, aucun mandataire social non dirigeant s'est vu émettre de bons de souscription d'actions au cours des trois dernières années.

5.9.2.2. Cadres dirigeants

Chacun des cadres dirigeants reçoit, outre un salaire fixe, une rémunération variable et, dans certains cas, des avantages en nature. Conformément aux usages, chaque cadre dirigeant s'est engagé à ne pas concurrencer la Société dans l'hypothèse où il serait mis fin à son contrat de travail moyennant indemnisation, étant précisé que la Société peut relever un cadre de cet engagement, auquel cas cette indemnité ne serait pas due.

Récapitulatif des rémunérations brutes de chaque dirigeant mandataire social (en euros)				
	2009		2008	
	Montants dus	Montants versés	Montants dus	Montants versés
Rémunération fixe brute (1)				
Monsieur Nicholas Heys	220 818	220 818	219 301	219 301
Monsieur Guy Porré	132 000	132 000	0	0
Rémunération variable (2)				
Monsieur Nicholas Heys	56 534	50 814	91 731	91 731
Monsieur Guy Porré	91 118	72 695	0	0
Rémunération exceptionnelle (3)				
Monsieur Nicholas Heys	0	0	0	0
Monsieur Guy Porré	0	0	0	0
Jetons de présence (4)				
Monsieur Nicholas Heys	0	0	0	0
Monsieur Guy Porré	0	0	0	0
Avantages en nature (5)				
Monsieur Nicholas Heys	8 163	8 163	8 010	8 010
Monsieur Guy Porré	0	0	0	0
Total				
Monsieur Nicholas Heys	285 515	279 795	319 042	319 042
Monsieur Guy Porré	223 118	204 695	0	0

(1) Rémunération brute avant impôt.

(2) La détermination de la rémunération des mandataires sociaux dirigeants et, notamment, la fixation de leur rémunération variable, ainsi que toute attribution gratuite d'actions, de BSA ou de BSPCE est décidée par le conseil d'administration en fonction du travail effectué et des résultats obtenus. En 2009 et 2008, la rémunération variable de Monsieur Nicholas Heys a été calculée sur des critères quantitatifs liés à l'atteinte d'objectifs (notamment de chiffre d'affaires et de résultat d'exploitation).

(3) Les mandataires sociaux dirigeants n'ont jamais perçu de jetons de présence.

(4) Les avantages en nature de Monsieur Nicholas Heys concernent uniquement l'attribution d'un véhicule de fonction estimé à 4 380 euros en 2009 et 4 341 euros en 2008, et une assurance chômage dirigeant pour un montant estimé à 3 783 euros et 3 669 euros en 2009 et 2008.

5.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES ADMINISTRATEURS OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

6 INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS ET MEMBRES DU COMITE DE DIRECTION

Le président directeur général et le directeur général délégué ont transféré, dans les termes décrits au paragraphe 1.2 ci-dessus, l'ensemble de leur participation, directe ou indirecte, dans la Société.

Les deux autres administrateurs de la Société, Messieurs Deep Shah et Neil Garfinkel, tous deux cooptés en remplacement d'administrateurs démissionnaires, sur proposition de l'Initiateur après son acquisition d'une majorité du capital et des droits de vote de la Société, ne détiennent aucune action de la Société.

7 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

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

Monsieur Nicholas Heys, président directeur général