

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

établie par Rhodia



conseillée par BNP Paribas et Credit Suisse



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIEE PAR



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'**AMF**) le 2 mai 2011. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

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

L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Rhodia (www.rhodia.com) et est mis gratuitement à disposition du public au siège de Rhodia, Immeuble Cœur Défense – Tour A – 110, Esplanade Charles de Gaulle, 92400 Courbevoie.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société RHODIA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	<u>DESCRIPTION DE L'OFFRE.....</u>	<u>4</u>
1.1.1	<i>Conditions d'ouverture de l'Offre.....</i>	<i>7</i>
1.1.2	<i>Conditions de l'Offre.....</i>	<i>7</i>
1.2	<u>CONTEXTE DE L'OFFRE.....</u>	<u>8</u>
1.3	<u>EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITIATEUR.....</u>	<u>8</u>
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	8
3.	RAPPORT DE L'EXPERT.....	11
4.	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	12
4.1	<u>PROTOCOLE D'ACCORD</u>	<u>12</u>
4.2	<u>MECANISME DE LIQUIDITE OFFERT AUX TITULAIRES D'OPTIONS ET AUX ATTRIBUTAIRES D' ACTIONS GRATUITES AINSI QU' AUX TITULAIRES D' ACTIONS DETENUES DANS LE PEG</u>	<u>13</u>
5.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	15
5.1	<u>STRUCTURE DU CAPITAL</u>	<u>15</u>
5.2	<u>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 D'OPERATION SUR TITRES DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER 2011.</u>	<u>16</u>
5.3	<u>RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION DES ACTIONS.....</u>	<u>19</u>
5.3.1	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions.....</i>	<i>19</i>
5.3.2	<i>Accords entre actionnaires dont la Société à connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.....</i>	<i>19</i>
5.3.3	<i>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</i>	<i>20</i>
5.4	<u>LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI</u>	<u>20</u>
5.5	<u>MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....</u>	<u>20</u>
5.6	<u>ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE</u>	<u>21</u>
5.7	<u>REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES ADMINISTRATEURS AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE</u>	<u>22</u>
5.7.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs.....</i>	<i>22</i>
5.7.2	<i>Règles applicables aux modifications des statuts.....</i>	<i>22</i>
5.8	<u>POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS</u>	<u>23</u>
5.9	<u>ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES ADMINISTRATEURS OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....</u>	<u>24</u>

6.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE	24
-----------	---	-----------

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société Solvay, société anonyme de droit belge au capital de 1.270.516.995 euros, immatriculée au répertoire des personnes morales de Bruxelles sous le numéro 403 091 220, dont le siège social est situé 33, rue du Prince Albert, 1050 Bruxelles, Belgique (l'**Initiateur**), a déposé le 6 avril 2011 un projet d'offre publique d'achat proposant aux actionnaires de Rhodia ainsi qu'aux porteurs d'OCEANES (tel que ce terme est défini ci-après) et de BSAs (tel que ce terme est défini ci-après) émis par Rhodia, société anonyme de droit français au capital de 104.579.122 euros, divisé en 104.579.122 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune, dont le siège social est situé Immeuble Cœur Défense – tour A – 110, esplanade Charles de Gaulle, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 352 170 161, (**Rhodia** ou la **Société**), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'**Offre**) les titres visés ci-après.

Titres visés par l'Offre

- (i) (a) la totalité des actions existantes de la Société (en ce inclus les actions représentées par des *American Depositary Shares (ADSs)*) ainsi que les actions susceptibles d'être émises à raison (b) de la conversion des OCEANES, (c) de l'exercice des bons de souscriptions d'actions émis par la Société et détenus par le Fonds Commun de Placement d'Entreprise « Zukunft 2006 » (les **BSAs**) et (d) de l'exercice des options de souscription d'actions Rhodia attribuées aux salariés de Rhodia ou de ses filiales (les **Options**) et (e) de l'éventuel paiement en actions du Dividende 2010 (tel que ce terme est défini ci-après), soit un nombre maximum de 120.694.373 actions Rhodia¹ au 31 mars 2011 (les **Actions**) (hors actions susceptibles d'être émises dans le cadre du paiement en actions du Dividende 2010). Ces actions sont admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris (compartiment A) sous le code ISIN FR 0010479956, mnémonique « RHA ». Le **Dividende 2010** désigne le dividende de 0,5 euro par action au titre de l'exercice 2010² ; et
- (ii) la totalité des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les **OCEANES**) émises par la Société et admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR 0010464487, soit, à la connaissance de la Société, 12.372.636 OCEANES.

¹ Soit : (a) 104.579.122 actions composant le capital de Rhodia au 31 mars 2011, ainsi que (b) 14.970.890 actions pouvant être émises à la suite de la conversion des OCEANES, (c) 17.933 actions pouvant être émises en raison de l'exercice des BSAs et (d) 1.126.428 actions pouvant être émises à raison de l'exercice des Options exerçables.

² L'assemblée générale de Rhodia convoquée le 18 mai 2011 est appelée à se prononcer (i) sur le paiement d'un dividende de 0,5 euro par action Rhodia ainsi que (ii) sur la faculté qui serait offerte aux actionnaires de Rhodia d'opter pour un paiement du dividende en actions. En cas d'approbation par l'assemblée générale, ce dividende serait détaché de l'action le 25 mai 2011 et payable le 21 juin 2011. Les actionnaires souhaitant opter pour le paiement du dividende en actions Rhodia devront le faire savoir au plus tard le 10 juin 2011 pour permettre un règlement-livraison à partir du 21 juin 2011 (cf. troisième et quatrième résolutions figurant dans l'avis de convocation publié au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires n° 48 en date du 22 avril 2011).

Le projet d'Offre déposé par l'Initiateur vise également la totalité des BSAs, pour autant qu'ils ne soient pas devenus caducs avant la date du règlement-livraison de l'Offre. Les BSAs devenant caducs de plein droit le 1^{er} juillet 2011, ceux-ci ne pourront en pratique, compte tenu du calendrier prévisionnel de l'Offre, pas être apportés à l'Offre. Il est rappelé toutefois que les Actions qui seraient issues de l'exercice des BSAs sont visées par l'Offre. Le présent projet de note en réponse ne fait donc plus référence aux BSAs dans les titres visés par l'Offre.

Les Actions et les OCEANES sont ci-après désignées ensemble les **Titres**.

Titres ne pouvant pas être apportés à l'Offre

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les Titres suivants ne pourront pas être apportés à l'Offre :

- (i) les Actions qui seront remises à la suite de l'exercice d'Options et dont la période d'indisponibilité fiscale n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.18 du projet de note d'information de l'Initiateur déposé le 6 avril 2011 auprès de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) (le **Projet de Note d'Information**) ;
- (ii) les actions attribuées gratuitement aux salariés de Rhodia ou de ses filiales conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-6 du Code de commerce (les **Actions Gratuites**) dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte (les **Actions Gratuites Incessibles**) ; et
- (iii) Les Actions détenues en direct au sein du plan d'épargne groupe mis en place par Rhodia (le **PEG**) et dont la période d'indisponibilité prévue à l'article L. 3332-25 du Code du travail n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte.

Les principales caractéristiques des OCEANES, des Options et des Actions Gratuites sont décrites respectivement aux sections 2.4, 2.5 et 2.6 du Projet de Note d'Information.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les Actions Gratuites en période d'acquisition, les OCEANES, les BSAs et les Options.

Prix pour les Titres offert par l'Initiateur

L'Initiateur offre :

- aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs Actions en contrepartie d'une somme en numéraire de trente et un euros et soixante centimes (31,60 €) par Action, Dividende 2010 détaché (le **Prix par Action**), étant précisé que le prix par ADS (le **Prix par ADS**) sera égal au Prix par Action converti en dollars américains sur la base du taux de change en vigueur au jour du règlement-livraison de l'Offre ; et

- aux porteurs d'OCEANES d'acquérir leurs OCEANES en contrepartie d'une somme en numéraire de cinquante deux euros et trente centimes (52,30 €) par OCEANE (le **Prix par OCEANE**). Il est précisé que le Prix par OCEANE a été calculé par l'Initiateur en prenant pour hypothèse que la date de règlement-livraison de l'Offre serait le 1^{er} septembre 2011. Dans l'hypothèse où la date de règlement-livraison de l'Offre serait :
 - (i) antérieure au 1^{er} septembre 2011, le Prix par OCEANE demeurera inchangé ;
 - (ii) postérieure au 1^{er} septembre 2011, le Prix par OCEANE sera augmenté d'un montant égal à 2,35 % du Prix par OCEANE (coupon inclus) calculé *prorata temporis* pour la période allant du 1^{er} septembre 2011 à la date de règlement-livraison effectif de l'Offre.

Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'AMF fixera la date de clôture de l'Offre dès réception de l'Approbation par les Autorités de la Concurrence - Phase I (tel que ce terme est défini à la section 1.1.2 du présent projet de note en réponse). Si l'Initiateur ne parvient pas à obtenir l'Approbation par les Autorités de la Concurrence - Phase I, l'Offre sera automatiquement caduque, conformément aux dispositions de l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF.

L'AMF fera connaître le résultat de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de bourse après la clôture de l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du Règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement ré-ouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif, et ce pour une période minimale de dix (10) jours de négociation et selon des termes identiques à ceux de l'Offre initiale (***l'Offre Ré-ouverte***).

L'Initiateur s'est réservé toutefois la possibilité, dans l'hypothèse où il serait en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans les dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'Offre ne serait pas ré-ouverte.

Il est précisé que l'Offre sera ouverte aux Etats-Unis d'Amérique en tant qu'extension de l'Offre en France.

L'Offre est faite uniquement en France et aux Etats-Unis. La participation à l'Offre et la diffusion du présent projet de note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les termes et modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

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

1.1.1 Conditions d'ouverture de l'Offre

L'ouverture de l'Offre est subordonnée à l'obtention préalable des autorisations décrites ci-après en vertu des dispositions de l'article 231-32 du Règlement général de l'AMF.

Autorisation du Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi

L'ouverture de l'Offre est subordonnée à l'obtention de l'autorisation préalable du Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi conformément à l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier relatif au contrôle des investissements étrangers réalisés en France au titre des activités visées aux articles R. 153-2 9° et R. 153-2 11° (par renvoi) du Code monétaire et financier.

Autorisation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel

L'ouverture de l'Offre est par ailleurs subordonnée à l'obtention de l'autorisation préalable de l'Autorité de Contrôle Prudentiel conformément à l'article 2 du Règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière n° 96-16 du 20 décembre 1996 relatif aux modifications de situation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, tel que modifié, au titre de la prise de participation indirecte de l'Initiateur dans la société Orbeo en cas de réalisation de l'Offre.

1.1.2 Conditions de l'Offre

Approbation par les autorités de la concurrence – Phase I

L'Offre est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- (i) obtention de l'autorisation de l'opération par l'autorité américaine compétente en matière de concurrence à l'expiration de la période d'examen de la demande (*waiting period*) applicable aux termes du Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act de 1976, tel que modifié ; et
- (ii) obtention de l'autorisation de l'opération par la Commission Européenne en application de l'article 6(1)(b) du Règlement CE No.139/2004,

(ensemble, l'***Approbation par les Autorités de la Concurrence - Phase I***).

Si l'Initiateur ne parvient pas à obtenir l'Approbation par les Autorités de la Concurrence - Phase I, l'Offre sera automatiquement caduque, conformément aux dispositions de l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF.

Seuil de réussite

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article 231-9 du Règlement général de l'AMF, l'Offre est soumise à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'Actions représentant, à la date de clôture de l'Offre, au moins 50 % du capital et des droits de vote plus une (1) Actions, sur une base totalement diluée (le ***Seuil de Réussite***).

Pour les besoins du calcul du Seuil de Réussite, seront prises en compte :

- (i) au numérateur, (a) toutes les Actions valablement apportées à l'Offre au jour de clôture de l'Offre (incluant les Actions représentées par des ADSs), (b) toutes les Actions pouvant résulter de la conversion des OCEANES valablement apportées à l'Offre au jour de clôture de l'Offre, (c) toutes les Actions détenues par Rhodia ou ses filiales et (d) toutes les Actions faisant l'objet de Contrats de Liquidité (tel que ce

terme est défini à la section 4.2 du présent projet de note en réponse) conclus avant la clôture de l'Offre ;

- (ii) au dénominateur, toutes les Actions (en ce compris les Actions représentées par des ADSs) émises par Rhodia et pouvant être émises à raison (a) de la conversion de l'ensemble des OCEANes, (b) de l'exercice de l'ensemble des Options et (c) de l'attribution définitive de l'ensemble des Actions Gratuites en période d'acquisition qui ne sont pas couvertes par des actions auto-détenues, soit un nombre maximum de 122.546.389 Actions au 31 mars 2011 (hors actions nouvelles émises, le cas échéant, en raison du paiement du Dividende 2010).

Si le Seuil de Réussite n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite, et les Titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

Conformément au Protocole d'Accord (tel que ce terme est défini à la section 1.2 du présent projet de note en réponse), l'Initiateur s'est engagé à ne pas renoncer à la condition liée au Seuil de Réussite.

1.2 Contexte de l'Offre

A l'issue d'une série d'échanges initiés par Solvay au cours desquels les représentants de Solvay et de Rhodia ont mené des discussions sur les éléments clés d'un rapprochement de façon à évaluer l'intérêt stratégique et les modalités d'une telle opération, le conseil d'administration de Rhodia qui s'est tenu le 3 avril 2011 a accueilli favorablement le projet d'Offre et autorisé la conclusion du protocole d'accord, précisant les modalités de rapprochement de Solvay et de Rhodia et notamment les conditions dans lesquelles serait effectuée l'Offre (le **Protocole d'Accord**). Les principales stipulations du Protocole d'Accord sont résumées à la section 4.1 ci-après.

A la suite de la signature du Protocole d'Accord le 3 avril 2011, Solvay et Rhodia ont publié le 4 avril 2011 un communiqué de presse conjoint (disponible sur le site internet de Rhodia (www.rhodia.com), aux termes duquel Solvay et Rhodia ont notamment fait savoir que le Conseil d'administration de Rhodia avait recommandé à l'unanimité le projet d'Offre.

1.3 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

A l'exception du Protocole d'Accord, la Société n'est partie à aucun accord avec l'Initiateur ou ses dirigeants ou administrateurs.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 1^{er} mai 2011.

Tous les membres étaient présents ou représentés.

La séance était présidée par Monsieur Jean-Pierre Clamadieu en sa qualité de Président-Directeur Général de la Société.

Le Conseil d'administration a rendu à l'unanimité l'avis suivant :

« Le Conseil d'administration constate, au vu des termes du protocole d'accord conclu le 3 avril 2011 entre SOLVAY, SOLVAY PARTICIPATIONS FRANCE, SOLVAY FINANCE France et RHODIA et du projet de note d'information de SOLVAY, que :

- l'objectif du rapprochement est de construire un nouveau groupe qui, en s'appuyant sur les forces de SOLVAY et de RHODIA et en bénéficiant du soutien de l'actionnariat stable de SOLVAY, deviendra un des leaders de la chimie en Europe et dans le monde ;
- la nouvelle dimension du groupe permettrait à SOLVAY et RHODIA de consolider leurs positions respectives sur leurs marchés et devrait favoriser leur politique de développement ;
- les deux groupes sont complémentaires au regard notamment de leurs valeurs, de leurs positionnements géographiques et de leurs stratégies respectives en matière de développement durable et de croissance dans les pays émergents qui constituent un axe prioritaire d'expansion ;
- le nouveau groupe poursuivrait la stratégie de croissance déjà menée par SOLVAY et RHODIA dans leurs différents domaines d'activités, sans exclusive et en allouant de manière appropriée les ressources financières. Cette stratégie serait particulièrement axée sur les activités liées au développement durable prenant appui sur les réalisations et projets des deux groupes dans ce domaine et en les amplifiant, notamment en fournissant à ses clients des produits toujours plus innovants et respectueux de l'environnement ;
- le nouveau groupe continuerait d'appliquer les plus hauts standards éthiques, sociaux et environnementaux d'ores et déjà mis en place par RHODIA et SOLVAY, et de privilégier le développement durable dans une volonté constante d'amélioration ;
- le rapprochement ne devrait pas avoir d'impact sur les sites de production et les centres de recherches, sur lesquels le nouveau groupe continuera de s'appuyer dans le cadre de sa politique de développement et SOLVAY respectera les engagements de RHODIA dans le domaine des politiques sociales, et de l'emploi et poursuivra les politiques de ressources humaines de RHODIA ;
- il sera appliqué les meilleures solutions développées par chacune des entités dans chaque métier et dans chaque domaine ;
- l'objectif de synergies estimé s'élève à environ 250 millions d'euros par an à horizon 3 ans, provenant de réduction de coûts ;
- le nouveau groupe continuera à avoir une forte présence en France, étant entendu que conformément aux principes actuels d'organisation mis en œuvre par RHODIA et SOLVAY, les centres de décision opérationnels seront situés dans les différentes régions de manière à mieux capturer la croissance et les capacités d'innovation ;
- le management actuel de RHODIA est appelé à jouer un rôle important au sein du nouveau groupe, tant au niveau de RHODIA que de SOLVAY, et ce dans un esprit de transition et de continuité ce qui conforte les engagements pris par SOLVAY concernant le projet industriel du futur ensemble. En particulier, immédiatement après la date de règlement-livraison de l'Offre, Monsieur Jean-Pierre Clamadieu, Président-Directeur Général de RHODIA, deviendra membre du Comité exécutif de SOLVAY avec le rôle de « Deputy CEO » et Monsieur Gilles Auffret deviendra membre du comité exécutif de SOLVAY à la date de sa nomination comme Directeur général de RHODIA ;
- tant que les actions de RHODIA demeureront cotées à Paris, le conseil d'administration de RHODIA respectera les standards de gouvernance en ce qui concerne la présence de membres indépendants ;

- un comité d'intégration sera créé auquel participera Monsieur CLAMADIEU qui sera particulièrement chargé au sein de ce comité d'animer la réflexion et de formuler des propositions sur la stratégie, la réalisation de l'intégration et les leviers qui permettront au nouveau groupe de réaliser le projet industriel présenté.

Le Conseil d'administration constate s'agissant de l'Offre elle-même, au vu des analyses des banques conseil de RHODIA et du rapport de l'expert indépendant que :

- le prix de l'Offre relatif aux actions est de 31,6 euros (coupon détaché) par action et fait ressortir une prime de 50,0% par rapport au cours de clôture de RHODIA de 21,07 euros en date du 1^{er} avril 2011, et de 56,3% par rapport à la moyenne un mois avant l'annonce de l'Offre ;
- le prix de l'Offre relatif aux OCEANES est de 52,30 euros et permettra à leurs porteurs de bénéficier d'une prime de 5,6% par rapport au cours de clôture de 49,5 euros en date du 1^{er} avril 2011 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), et de 5,8% par rapport à la moyenne un mois avant l'annonce de l'Offre. Les OCEANES étant totalement « hors de la monnaie », leur prix d'offre a été induit du prix de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle tel que défini dans le contrat d'émission ;
- le prix par ADS sera égal au prix par Action converti en dollars américains sur la base du taux de change en vigueur au jour du règlement-livraison de l'Offre ;
- les termes de l'Offre se comparent favorablement aux différents critères de valorisation établis par les banques conseils de RHODIA, à savoir notamment :
 - o l'évolution du cours de bourse de RHODIA constatée sur l'année passée ;
 - o la valorisation par application des primes constatées sur les offres publiques en numéraire en Europe ;
 - o les objectifs de cours publiés par les analystes ;
 - o la valorisation par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, sur la base des plans d'affaires du groupe ;
 - o la valorisation de RHODIA par rapport aux sociétés comparables du secteur de la chimie en Europe (Arkema, BASF, Clariant, DSM, Kemira, Lanxess, Solvay) ; et
 - o la valorisation par application des multiples constatés sur les transactions de grande taille réalisées depuis 2004 sur des sociétés ayant un portefeuille diversifié en chimie de spécialités.
- les termes de l'Offre se comparent favorablement aux critères de valorisation présentés dans le projet de note d'information de SOLVAY ;
- le rapport de Monsieur Bruno HUSSON, intervenant en sa qualité d'expert indépendant, conclut que les conditions de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les deux catégories de titres visés par l'Offre ;
- une convention de liquidité sera proposée par SOLVAY aux bénéficiaires d'actions gratuites non acquises ou non disponibles, aux porteurs d'options de souscription ou d'achat d'actions non exercées ou dont les actions résultant de cet exercice sont indisponibles et d'actions bloquées en PEG ;

- l'Offre est ouverte en tant qu'extension de l'Offre aux Etats-Unis. Elle sera ouverte aux porteurs américains d'Actions, d'OCEANES et d'ADSs ;
- l'ouverture de l'Offre est soumise à l'autorisation du Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi au titre de la réglementation sur le contrôle des investissements étrangers et à l'autorisation de l'Autorité de Contrôle Prudentiel au titre de l'investissement indirect de SOLVAY dans ORBEO ;
- la clôture de l'Offre est elle-même soumise à l'obtention des autorisations de Phase I des autorités du contrôle des concentrations européenne et américaine, ainsi qu'à l'obtention d'un seuil de réussite de 50% du capital et des droits de vote plus une action, sur une base totalement diluée ;
- SOLVAY envisage de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire si les actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de RHODIA et étudiera l'intérêt et la faisabilité d'une éventuelle fusion juridique des deux sociétés.

Le Conseil note que SOLVAY étudie la faisabilité et les modalités de l'admission aux négociations des actions SOLVAY sur NYSE Euronext Paris. Dans la mesure où cette étude serait concluante et dans l'hypothèse où le retrait obligatoire des titres de RHODIA serait mis en œuvre, SOLVAY demanderait l'admission aux négociations de ses actions sur NYSE Euronext Paris.

Sur la base des éléments exposés et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration considère que le projet de rapprochement des deux groupes s'effectue dans un cadre amical et concerté et que l'Offre, notamment le projet industriel et social présenté par SOLVAY, ainsi que les conditions financières qui sont offertes par SOLVAY aux détenteurs des titres de RHODIA, est dans l'intérêt de la société et de ses salariés, ainsi que des détenteurs des titres qui y trouvent une liquidité à un prix attractif représentant une prime importante sur les cours, et recommande à l'unanimité aux porteurs d'actions, d'ADS et d'OCEANE, d'apporter leurs titres à l'Offre.

Conformément aux termes du Protocole, la Société apportera à l'Offre ses actions auto-détenues pour autant qu'elles ne soient pas affectées à la couverture des plans d'options d'achat d'actions et des plans d'attribution gratuite d'actions mis en place par la Société.

Les administrateurs ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre les actions RHODIA qu'ils détiennent, ou qu'ils viendraient à détenir, pour autant que ces actions ne soient pas soumises à une période d'indisponibilité fiscale ou juridique ou ne fassent pas l'objet d'une obligation de conservation en raison de la qualité de mandataire social de leur détenteur. »

3. **RAPPORT DE L'EXPERT**

En application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, Monsieur Bruno Husson du cabinet Accuracy a été désigné le 3 avril 2011 par le Conseil d'administration de Rhodia en qualité d'expert indépendant (***l'Expert Indépendant***) afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport est reproduit en Annexe 1 de la présente note en réponse.

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

A l'exception des accords décrits ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4.1 Protocole d'Accord

Le Protocole d'Accord a été conclu le 3 avril 2011 entre Solvay, Solvay Participations France, Solvay Finance France et Rhodia.

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

(i) Principaux engagements de Solvay

- (a) Solvay s'est engagée à déposer, au plus tard dans les cinq (5) jours de négociation suivant la date de signature du Protocole d'Accord, une offre publique d'achat portant sur les Titres. Le Protocole d'Accord prévoit notamment les principales caractéristiques de l'Offre (titres visés par l'Offre, termes de l'Offre et ajustements, mécanisme de liquidité, marchés visés, conditions d'ouverture de l'Offre, conditions suspensives de l'Offre, seuil d'acceptation minimum et retrait obligatoire) ;
- (b) en cas de suite positive de l'Offre, Solvay s'est engagée à étudier toute solution de refinancement de Rhodia, conformément aux termes des emprunts existants (y compris sous forme obligataire) contenant une clause de changement de contrôle ; et
- (c) Solvay s'est engagée à mettre en place un mécanisme de liquidité dans les conditions décrites à la section 4.2 du présent projet de note en réponse.

(ii) Principaux engagements de Rhodia

- (a) Rhodia s'est engagée à réunir son Conseil d'administration dès que possible suivant la remise par l'expert indépendant de son rapport et en tout état de cause dans les trois (3) jours de négociation suivant la remise dudit rapport, afin de rendre un avis motivé sur l'Offre conformément à la réglementation applicable ;
- (b) Rhodia s'est engagée à ne pas rechercher, solliciter ou entreprendre de manière active des discussions, concernant (i) toute offre concurrente à l'Offre au sens de l'article 232-7 du Règlement général de l'AMF quelles que soient ses modalités, (ii) toute opération de fusion impliquant de manière directe ou indirecte Rhodia, (iii) toute opération relative à la cession de toute ou d'une partie substantielle de l'activité de Rhodia et de ses filiales ou (iv) toute opération ayant un effet économique équivalent aux opérations visées aux paragraphes (i) à (iii) ci-dessus (les opérations visées aux paragraphes (i) à (iv) ci-dessus étant ci-après désignées ensemble les **Opérations Equivalentes**). Rhodia s'est toutefois réservée la possibilité d'entrer en relation avec un tiers qui la solliciterait en vue d'évoquer la possibilité d'une Opération Equivalente. Dans une telle hypothèse :
 - Rhodia devra en informer immédiatement Solvay ;
 - Rhodia ne devra pas limiter son analyse de l'Opération Equivalente au prix éventuellement offert et devra prendre notamment en compte dans son analyse, la qualité du projet stratégique et industriel, les propositions de l'acquéreur en matière de développement durable et de politique sociale, son financement et ses conditions d'exécution ;

- le conseil d'administration de Rhodia ne pourra pas approuver l'Opération Equivalente si Solvay a fait une proposition à Rhodia jugée supérieure par le conseil d'administration à l'Opération Equivalente au regard notamment des critères visés ci-dessus ;

(c) Rhodia s'est engagée à gérer ses activités dans le cours normal des affaires et à faire en sorte que ses filiales soient également gérées dans le cours normal des affaires ; et

(d) Rhodia s'est engagée à apporter l'ensemble des Actions qu'elle détient, soit deux cent soixante dix sept mille quatre cent quatorze (277.414) Actions à l'Offre, ainsi qu'à exercer l'ensemble des options d'achat d'Actions lui permettant d'acquérir un maximum de un million dix mille (1.010.000) Actions additionnelles et à apporter les Actions résultant de l'exercice desdites options d'achat à l'Offre, à l'exception des Actions qui seraient affectées à la couverture des Actions Gratuites et des Options et sous réserve des dispositions législatives et réglementaires applicables ;

(iii) Collaboration entre Solvay et Rhodia

Solvay et Rhodia se sont engagées à collaborer entre elles dans le cadre de leurs relations avec (i) l'Expert Indépendant, (ii) les autorités de tutelle (en ce compris, l'AMF, la Commission bancaire, financière et des assurances et, le cas échéant, la *Security and Exchange Commission* et toute autre autorité de marché compétente), (iii) l'Autorité de Contrôle Prudentiel, le Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie et les autorités de la concurrence (en ce compris, la Commission Européenne et l'autorité compétente américaine).

Le Protocole d'Accord prévoit par ailleurs que Monsieur Jean-Pierre Clamadieu, Président-Directeur Général de la Société, deviendra membre du Comité exécutif de l'Initiateur avec le rôle de « Deputy CEO » et que Monsieur Gilles Auffret deviendra membre du comité exécutif de Solvay à la date de sa nomination comme Directeur général de Rhodia, immédiatement après la date de règlement-livraison de l'Offre.

4.2 Mécanisme de liquidité offert aux titulaires d'Options et aux attributaires d'Actions Gratuites ainsi qu'aux titulaires d'Actions détenues dans le PEG

Les caractéristiques des Plans d'Options et d'Actions Gratuites sont décrits aux sections 2.5 et 2.6 du Projet de Note d'Information.

En cas de succès de l'Offre, et aux termes du Protocole d'Accord, l'Initiateur s'est engagé, si les Actions ne sont plus admises aux négociations ou si le marché sur lequel elles sont admises souffre d'une Liquidité Insuffisante, à acquérir :

- (i) les Actions Gratuites, dont la période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte) ou à la date du retrait obligatoire, selon le cas ;
- (ii) les Actions qui seront remises sur exercice d'Options qui n'auraient pas été exercées (notamment parce qu'elles ne seraient pas exerçables) à la date de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte) ou à la date du retrait obligatoire, selon le cas ;
- (iii) les Actions issues de l'exercice d'Options qui feraient l'objet d'une indisponibilité fiscale à la date de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Ré-ouverte) ou à la date du retrait obligatoire, selon le cas ;
- (iv) les Actions en PEG Bloquées.

Pour les besoins de la présente section 4.2, une **Liquidité Insuffisante** sera réputée caractérisée si, bien que les Actions continuent d'être admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris, Solvay détient, directement ou indirectement, seule ou de concert, au moins 90 % du capital et des droits de vote de Rhodia, ou si le volume moyen d'Actions échangé par jour au cours des 20 (vingt) jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à 100.000 actions, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

Ce mécanisme de liquidité prendra la forme d'un contrat synallagmatique stipulant (i) une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au profit de l'attributaire ou du titulaire concerné et (ii) une promesse de vente consentie par l'attributaire ou le titulaire concerné au profit de l'Initiateur (le **Contrat de Liquidité**).

L'acquisition de ces Actions dans le cadre de chacune des promesses d'achat ou de vente selon le cas, se fera moyennant le paiement en espèces d'un prix par action égal (sous réserve des ajustements qui peuvent être requis pour prendre en compte et/ou neutraliser les effets de certaines opérations portant sur les capitaux propres de la Société ou de l'Initiateur telles que celles mentionnées à l'article L. 225-181 du Code de commerce et les opérations similaires réalisées conformément à la législation belge) :

- (i) au (a) Prix par Action, soit trente et un euros et soixante centimes (31,60 €) (ou, en cas de procédure de retrait obligatoire, le prix proposé pour chaque Action dans le cadre de cette procédure) ;
- (ii) multiplié par (b) le **Ratio** défini :
 - en cas de Liquidité Insuffisante ou de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire immédiatement après la clôture de l'Offre en application de l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF, par le **Prix Moyen par Action Solvay** défini comme la moyenne du cours de bourse de clôture de l'action ordinaire de Solvay sur le marché réglementé NYSE-Euronext Bruxelles au cours des vingt (20) derniers jours de bourse précédant la date d'exercice de ladite promesse d'achat ou promesse de vente divisée par la moyenne pondérée du cours de bourse de l'action Solvay sur le marché réglementé NYSE-Euronext Bruxelles au cours des vingt (20) jours de négociation précédant et incluant le jour de la clôture de l'Offre Ré-ouverte ;
 - en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à un autre moment, par le Prix Moyen par Action Solvay divisé par la moyenne pondérée du cours de bourse de l'action Solvay sur le marché réglementé NYSE-Euronext Bruxelles au cours des vingt (20) jours de négociation précédant et incluant la date effective du retrait obligatoire.

La promesse d'achat sera exerçable pendant la **Période d'Exercice de la Promesse d'Achat**, telle que définie ci-après :

- (i) pour les Actions résultant de l'exercice des Options détenues par un bénéficiaire qui est ou a été résident de France au sens de la réglementation fiscale ou qui relèvent, ou qui ont relevé des régimes français de sécurité sociale à tout moment depuis la date d'attribution des Options, et qui sont assujetties, en tout ou partie, aux régimes fiscaux et/ou aux régimes français de sécurité sociale, une période débutant le premier jour ouvré suivant l'expiration de la Période de Conservation et se terminant à l'expiration d'une période de deux ans et trois mois décomptée à partir de la dernière des deux dates suivantes : (x) la date d'exercice effectif par le bénéficiaire des Options et (y) le premier jour ouvré suivant l'expiration de la Période de Conservation ;

- (ii) pour les Actions résultant de l'exercice des Options autres que celles visées au paragraphe (i) ci-dessus, pour les Actions Gratuites et pour les Actions en PEG Bloquées, une période de trois mois débutant à la dernière des deux dates suivantes :
(x) la date d'exercice des Options ou la date d'acquisition ou de livraison effective des Actions et (y) le cas échéant, le premier jour ouvré suivant l'expiration de la Période de Conservation.

La promesse de vente pourra être exercée pendant une période de soixante (60) jours calendaires à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat.

Pour les besoins de la présente section, la **Période de Conservation** signifie la période durant laquelle le porteur d'Actions (ou d'Options) (i) ne peut transférer ses Actions (ou les Actions issues de la levée de ses Options), ou (ii) ne peut transférer ses Actions (ou les Actions issues de la levée de ses Options) sans entraîner des conséquences préjudiciables d'un point de vue fiscal et sur les charges sociales pour Rhodia et /ou pour Solvay et/ou pour toute autre société des groupes Rhodia ou Solvay, à savoir :

- (a) pour les bénéficiaires qui sont, ou ont été des résidents français au sens de la réglementation fiscale ou qui relèvent, ou qui ont relevé des régimes français de sécurité sociale à tout moment depuis la date d'attribution des Options, des Actions Gratuites, ou de souscription des Actions en PEG Bloquées,
 - (i) à l'égard des Actions résultant de la levée des Options, la période visée à l'article 163 bis C I du Code Général des Impôts, laquelle période est actuellement de quatre (4) ans à compter de la date d'attribution des Options dont la levée a permis l'attribution des Actions qui ont été souscrites ou acquises, à l'exception des cas où, les conditions prévues à l'article 91 ter de l'annexe II du Code Général des Impôts étant réunies, les Actions peuvent être transférées avant l'expiration de la Période de Conservation,
 - (ii) à l'égard des Actions Gratuites, la période visée à l'article 80 quaterdecies du Code Général des Impôts, laquelle période est actuellement de deux (2) ans à compter de l'acquisition définitive desdites Actions, sauf cas d'expiration anticipée prévue par la loi ou les règlements ; et
 - (iii) à l'égard des Actions en PEG Bloquées, la période visée à l'article L. 3332-25 du Code du travail, laquelle période est actuellement de cinq (5) ans à compter de l'acquisition desdites Actions.
- (b) Pour les autres bénéficiaires, la période prévue par la réglementation applicable, durant laquelle les Actions ne peuvent être transférées, ou durant laquelle, si les Actions peuvent être transférées, un tel transfert aurait des conséquences préjudiciables d'un point de vue fiscal et sur les charges sociales pour Rhodia et/ou pour Solvay et/ou pour toute autre société des groupes Rhodia ou Solvay.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1 Structure du capital

Au 31 décembre 2010, le capital social de la Société s'élevait à 104.570.968 euros, divisé en 104.570.968 actions ordinaires de 1 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le nombre de droits de vote théoriques s'établissait à 104.570.968 à la date du 31 décembre 2010 et le capital de la Société était réparti comme suit :

	Actionnaires	Nombre d'actions au 31.12.2010	% droits de vote	% capital
Institutionnels	JP Morgan Asset Management	7.310.811	7,04%	7,00%
	Capital Group Companies, Inc.	3.371.267	3,25%	3,22%
	Autres Institutionnels Etrangers	52.046.621	50,16%	49,77%
	Groupama Holding S.A	3.193.848	3,08%	3,05%
	Autres Institutionnels Français	18.531.636	17,86%	17,72%
	Total Institutionnels	84.947.306	81,86%	81,40%
Individuels		12.391.339	11,94%	11,85%
Salariés (L.225-102 du Code de commerce)		6.429.509	6,20%	6,15%
Rhodia	Auto-détention	802.814	0,00%	0,77%
Total		104.570.968	100,00%	100,00%

5.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2011.

A la connaissance de la Société, au 31 décembre 2010, le capital social de la Société était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 5.1 ci-dessus. Hormis les actionnaires mentionnés aux paragraphes ci-dessous, au 30 avril 2011, aucun actionnaire détenant plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société.

Les principales modifications intervenues dans le capital social de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2011 sont les suivantes :

- **Eton Park International LLP :**

- le 6 avril 2011 la société Eton Park International LLP a déclaré un achat effectué en période d'offre publique en date du 4 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 1.660.000 actions et droits de vote de la Société.

- **Taconic Capital Advisors UK LLP :**

- le 6 avril 2011 la société Taconic Capital Advisors UK LLP a déclaré un achat effectué en période d'offre publique en date du 4 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 1.355.000 actions et droits de vote de la Société ;
- le 8 avril 2011 la société Taconic Capital Advisors UK LLP a déclaré une cession effectuée en période d'offre publique en date du 5 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 865.000 actions et droits de vote de la Société.

- **JP Morgan Asset Management :**

- le 8 avril 2011, la société JP Morgan Asset Management, agissant pour son compte et celui de ses filiales, a déclaré avoir franchi en baisse le 4 avril 2011, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'achat et à la cession de

titres en période d'offre publique et détenir 4.760.313 Actions représentant autant de droits de vote, soit 4,55% du capital et des droits de vote de la Société.

- **Gruss Asset Management :**

- le 6 avril 2011 la société Gruss Asset Management Bank a déclaré un achat effectué en période d'offre publique en date du 5 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 1.099.371 actions et droits de vote de la Société ;
- le 14 avril 2011 la société Gruss Asset Management Bank a déclaré un achat effectué en période d'offre publique en date du 13 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 1.232.371 actions et droits de vote de la Société ; cette opération a été déclarée par erreur comme un achat ;
- le 27 avril, la société Gruss Asset Management Bank a déclaré un transfert de la totalité des 1.232.371 Actions qu'elle détenait à la Société Générale avec qui elle a conclu concomitamment un contrat d'equity swap.

- **Société Générale :**

- le 12 avril 2011, la Société Générale, agissant pour son compte a déclaré avoir franchi en hausse, le 5 avril 2011, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 5.933.959 Actions et 1.892.546 options d'achat donnant droit par exercice à autant d'Actions, soit respectivement 5,67% et 1,81% du capital et des droits de vote de la Société, représentant un total de 7.826.505 actions (effectivement détenues ou par assimilation) Actions, soit 7,48% du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 12 avril 2011, la Société Générale, agissant pour son compte a déclaré avoir franchi en baisse, le 7 avril 2011, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 5.071.295 Actions, représentant autant de droits de vote, soit 4,85% du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 12 avril 2011, la Société Générale, agissant pour son compte a déclaré avoir franchi en hausse, le 8 avril 2011, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 6.071.092 Actions et 1.892.546 options d'achat donnant droit par exercice à autant d'Actions, soit respectivement 5,81% et 1,81% du capital et des droits de vote de la Société, représentant un total de 7.963.638 Actions (effectivement détenues ou par assimilation), soit 7,61% du capital et des droits de vote de la Société.

- **Norges Bank :**

- le 15 avril 2011, la Norges Bank, a déclaré avoir franchi en hausse le 13 avril 2011, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 9.531.968 Actions, dont 7.559.791 Actions détenues à titre de collatéral, représentant autant de droits de vote, soit 9,11% du capital et des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil résulte d'une réception d'Actions à titre de collatéral. Cette opération a également fait l'objet d'une déclaration au titre des achats effectués pendant une offre publique ;
- le 18 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré la réception à titre de collatéral et l'achat en période d'offre publique correspondant en date du 14 et du 15 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 12.526 956 actions et droits de vote de la Société, dont 10.048.515 Actions détenues à titre de collatéral ;

- le 20 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré avoir franchi en hausse le 15 avril 2011, le seuil de 10% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 12.526.956 Actions, dont 10.554.002 Actions détenues à titre de collatéral, représentant autant de droits de vote, soit 11,98% du capital et des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil résulte d'une réception d'Actions à titre de collatéral ;
- le 20 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré une vente effectuée en période d'offre publique correspondant à une restitution à titre de collatéral en date du 19 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 12.285.381 actions et droits de vote de la Société ;
- le 21 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré la réception d'Actions à titre de collatéral en période d'offre publique en date du 20 avril 2011 et détenir, à l'issue de l'opération, 12.564.900 actions et droits de vote de la Société ;
- le 26 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré la restitution d'Actions à titre de collatéral en période d'offre publique en date du 21 et 22 avril 2011 et détenir, à l'issue de ces opérations, 12.132.956 actions et droits de vote de la Société ;
- le 27 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré la réception d'Actions à titre de collatéral en période d'offre publique en date du 25 et 26 avril 2011 et détenir, à l'issue de ces opérations, 13.495.126 actions et droits de vote de la Société ;
- le 28 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré la réception à titre de collatéral en période d'offre publique en date du 27 avril 2011 de 1.451.840 actions de la Société et détenir à l'issue de l'opération 14.946.966 actions et droits de vote de la Société.
- le 28 avril 2011, la société Norges Bank a déclaré la restitution à titre de collatéral en période d'offre publique en date du 28 avril 2011 de 339.322 actions de la Société et détenir, à l'issue de l'opération, 14.607.644 actions et droits de vote de la Société.

- **UBS AG :**

- le 18 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir procédé à plusieurs opérations d'achat, vente, mise en place d'un emprunt d'actions et d'un prêt d'action et réception et livraison d'actions à titre de collatéral en date du 13 et du 14 avril 2011 et détenir respectivement, à l'issue de ces opérations, 7.493.059 puis 5.569.287 actions et droits de vote de la Société ;
- le 20 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir franchi en hausse le 13 avril 2011, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 7.493.059 Actions représentant autant de droits de vote, soit 7,16% du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 20 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir procédé à plusieurs opérations d'achat, vente, mise en place d'un emprunt d'actions et d'un prêt d'action et réception et livraison d'action à titre de collatéral en date du 15 avril 2011 et détenir, à l'issue de ces opérations, 5.088.698 actions et droits de vote de la Société ;
- le 21 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir franchi en hausse le 19 avril 2011 le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société par suite d'une

acquisition hors marché et détenir 5.985.728 Actions représentant autant de droits de vote, soit 5,72% du capital et des droits de vote de la Société ;

- le 26 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir procédé à plusieurs opérations d'achat, vente, livraison, réception et restitution à titre de collatéral en date du 20 avril 2011 et détenir, à l'issue de ces opérations, 5.806.077 actions et droits de vote de la Société ;
 - le 27 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir procédé à plusieurs opérations d'achat, vente, livraison, mise en place d'un emprunt, réception et restitution à titre de collatéral d'Actions en date du 21 avril 2011 et détenir, à l'issue de ces opérations, 5.106.497 actions et droits de vote de la Société ;
 - le 27 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir franchi en baisse le 26 avril 2011 le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société par suite d'une cession hors marché et détenir 3.762.360 Actions représentant autant de droits de vote, soit 3,60% du capital et des droits de vote de la Société ;
 - Le 28 avril 2011, la société UBS AG a déclaré avoir franchi en hausse le 27 avril 2011 le seuil de 5% du capital et de droits de vote de la Société par suite d'une acquisition d'actions de la Société hors marché et détenir 6.079.458 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 5,81% du capital et des droits de vote de la Société.
- **UBS Investment Bank :**
 - Le 28 avril 2011, la société UBS Investment Bank a déclaré avoir réalisé en période d'offre publique les opérations suivantes et détenir à l'issue de ces opérations 6.079.458 actions et droits de vote de la Société :
 - o achat le 27 avril 2011 de 24.977 actions de la Société ;
 - o vente le 27 avril 2011 de 145.063 actions de la Société ;
 - o livraison au titre de collatéral le 27 avril 2011 de 2.444.143 actions ;
 - o réception au titre de collatéral le 27 avril 2011 de 2.437.184 actions de la Société.

5.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions ou clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des 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 ou de conventions stipulant de quelconques restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

5.3.2 *Accords entre actionnaires dont la Société à connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote*

A la date des présentes, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote 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 la connaissance de la Société, il n'existe aucune 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 de la Société.

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

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

5.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Les Règlements des FCPE investis en actions Rhodia prévoient l'expression par leurs conseils de surveillance, en assemblée générale, des droits de vote attachés aux actions Rhodia détenus par chacun des FCPE à l'exception du Règlement du FCPE Avvenire 2006 qui prévoit que les droits de vote sont exercés directement et individuellement par les porteurs de parts. Toutefois, l'ensemble des Règlements des FCPE susmentionnés prévoient que leurs conseils de surveillance sont seuls compétents pour décider d'apporter les Actions sous-jacentes à l'Offre.

5.6 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Les accords conclus par la Société qui pourraient prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société sont présentés ci-après :

- La Société a émis des OCEANES dont les caractéristiques sont décrites dans le prospectus d'émission des OCEANES visé par l'AMF le 19 avril 2007 sous le numéro 07-127. Conformément audit prospectus, en cas de changement de contrôle de la Société, la clause intitulée « *Remboursement anticipé au gré des porteurs d'Obligations en cas de changement de contrôle* » figurant au paragraphe 4.8.4 dudit prospectus serait applicable. En conséquence, les titulaires d'OCEANES qui n'auront pas apporté leurs OCEANES à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Ré-ouverte) pourront, s'ils le souhaitent, demander à Rhodia le remboursement anticipé de tout ou partie de leurs OCEANES à un prix déterminé de manière à ce que majoré des intérêts courus, il assure, à la date de remboursement effectif, à un souscripteur initial d'OCEANES un taux de rendement actuariel brut identique à celui qu'il aurait obtenu en cas de remboursement à l'échéance, soit un taux actuariel brut de 2,35% par an. Pour plus d'informations sur les modalités d'un remboursement anticipé des OCEANES en cas de changement de contrôle de la Société, il convient de se référer à la section 2.4.2 du Projet de Note d'Information.
- Le 17 octobre 2006, la Société a émis des obligations de type « High Yield » pour un montant nominal de 1.100.000.000 millions d'euros à échéance du 15 octobre 2013. En 2008, 2009 et deux fois en 2010, la Société a procédé au rachat anticipé d'une partie de ces obligations pour des montants nominaux respectifs de 33, 32, 500 et 306 millions d'euros, réduisant ainsi le montant nominal de cet emprunt à 229 millions d'euros au 31 décembre 2010. Le contrat d'émission contient une clause de rachat anticipé de ces obligations à l'initiative des porteurs à un prix égal à 101% du principal plus les intérêts courus jusqu'à la date de rachat, en cas de changement de contrôle de la Société.
- Le 30 mars 2007, Rhodia a conclu avec 5 arrangeurs (BNP Paribas, Calyon, Crédit Suisse International, HSBC et SG Corporate & Investment Banking) une ligne de crédit revolving syndiquée multidevises d'un montant de 600 millions d'euros à échéance au 30 juin 2012 contenant une clause de remboursement anticipé des sommes empruntées à l'option de la majorité des prêteurs en cas de changement de contrôle de la Société intitulée « Mandatory Prepayment –Prepayment Event » figurant à l'article 9.2 dudit crédit syndiqué. Natixis et le CIC ont adhéré à la convention de crédit en tant que prêteurs le 6 et le 10 avril respectivement.
- Le 10 mai 2010 et le 27 septembre 2010, la Société a procédé à l'émission d'obligations senior de type High Yield pour un montant en principal total respectif de 500 millions d'euros à échéance au 15 mai 2018 et à 400 millions de dollars à échéance au 15 septembre 2020. En cas de changement de contrôle de la Société, Rhodia devra procéder au rachat anticipé de ces obligations à l'initiative des porteurs à un prix égal à 101% du principal plus les intérêts courus jusqu'à la date rachat.
- La Société dispose également de deux programmes de titrisation de créances conclus avec divers établissements financiers mis en place en 2005 en Europe et en Amérique du Nord et renouvelés en 2010 et a mis en place un programme de cession de créances complémentaire en Asie renouvelable chaque année. Le programme de titrisation nord-américain prévoit une résiliation anticipée à l'option d'HSBC en cas de changement de contrôle de Rhodia. La documentation juridique du programme de titrisation européen prévoit un cas d'amortissement anticipé dudit programme dans l'hypothèse où les sommes dues par Rhodia au titre de la ligne de crédit revolving syndiquée viendraient à

être accélérées pour quelque cause que ce soit et, notamment, en cas de changement de contrôle.

Aux termes du Protocole d'Accord, l'Initiateur s'est engagé à mettre à disposition, ou à faire en sorte que la Société bénéficie, des financements nécessaires pour procéder aux remboursements de toute somme due aux établissements bancaires susvisés à raison du changement de contrôle de la Société.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.7.1 *Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs*

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celle prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du Conseil d'administration.

Aux termes du Protocole d'Accord, il est prévu qu'à l'issue du règlement-livraison de l'Offre, la Société modifiera la composition du Conseil d'administration afin de refléter la nouvelle structure actionnariale de la Société.

Le Protocole d'Accord prévoit que Monsieur Jean-Pierre Clamadieu conservera ses fonctions de Président du Conseil d'administration de Rhodia et Monsieur Gilles Auffret sera coopté en qualité d'administrateur et nommé Directeur Général de la Société.

Il prescrit par ailleurs que tant que les actions de Rhodia demeureront admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris, le Conseil d'administration de Rhodia devra comprendre au minimum un tiers de membres indépendants choisis parmi les membres actuels du Conseil d'administration de Rhodia.

5.7.2 *Règles applicables aux modifications des statuts*

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

5.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 28 avril 2010 :

Opérations/titres concernés	Montant nominal maximum d'émission	Utilisation (date)	Durée de l'autorisation (et expiration)
Rachat d'actions	10% du capital Prix d'achat $\leq$ 30 euros	Aucune	18 mois (10/2011)
Réduction de capital par annulation d'actions autodétenues	10% du capital	Aucune	24 mois (04/2012)
Augmentation de capital toutes valeurs mobilières confondues avec DPS	En capital = 50 millions d'euros En emprunt = 800 millions d'euros	Aucune	26 mois (06/2012)
Augmentation de capital toutes valeurs mobilières confondues sans DPS	En capital = 15 millions d'euros En emprunt = 800 millions d'euros	Aucune	26 mois (06/2012)
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas de demandes excédentaires	Dans la limite (i) de 15% de l'émission initiale et (ii) du plafond prévu dans la délégation utilisée	Aucune	26 mois (06/2012)
Augmentation de capital dans le cadre du PEE	3 millions d'euros de nominal	2.875.681 € (08/2010)	26 mois (06/2012)
Augmentation de capital réservée aux salariés hors PEE	3 millions d'euros de nominal	124.319 € (08/2010)	18 mois (10/2011)
Attributions gratuites d'actions aux salariés et dirigeants (L.225-197-1 et s. du Code de commerce)	1% du capital (au jour de la ou des attributions) Sous réserve de l'atteinte de la condition de performance (sauf 0,25% du capital social)	777.300 actions de performance attribuées (02/2011)	26 mois (06/2012)

Par ailleurs, le Conseil d'administration entend soumettre pour autorisation à l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 18 mai 2011 un nouveau programme de rachat d'actions qui devrait mettre fin aux autorisations votées par l'assemblée générale mixte du 28 avril 2010. Au titre de ce nouveau programme de rachat, le Conseil d'administration solliciterait les autorisations suivantes :

- autorisation d'acheter un nombre d'actions Rhodia dans la limite de 10 % du capital social de la Société et moyennant un prix maximum par action de 30 euros (hors frais) ;
- autorisation de réduire le capital social de la Société par annulation d'actions propres détenues par la Société dans la limite de 10% du capital social de la Société.

Enfin, l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 18 mai 2011 sera appelée à statuer sur deux autres autorisation en vue de :

- procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés dans le cadre du Plan d'Epargne d'Entreprise, dans la limite d'un montant nominal total de 4 millions d'euros ; et
- procéder à une augmentation de capital social réservée aux salariés hors Plan d'Epargne d'Entreprise, dans la limite d'un montant nominal total de 4 millions d'euros.

Au 31 mars 2011, la Société détenait directement et indirectement 277.414 actions propres et 1.010.000 options d'achat.

- 5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Membres du Management Committee et managers clés

Les membres du *Management Committee* (hors Président-Directeur Général) ainsi que certains autres managers clés du groupe (soit au total plus d'une soixantaine de *managers* dans le monde) bénéficient d'indemnités de rupture contractuelles forfaitaires représentant un montant total d'environ 40 millions euros (en ce compris les indemnités auxquelles ils pourraient prétendre au titre des accords collectifs applicables) dans certains cas de départ (hors licenciement pour faute ou démission).

Président-Directeur Général

Monsieur Jean-Pierre Clamadieu a pris vis-à-vis de Rhodia un engagement de non-concurrence et de non-sollicitation lui interdisant, pour une période de deux ans suivant la cessation de son mandat, (i) d'exercer toute activité au profit d'une entreprise active du secteur de la chimie sur tout territoire sur lequel le groupe Rhodia est implanté et (ii) de proposer à l'un des membres du Management Committee de Rhodia d'exercer une activité à son profit ou au profit d'une entité dans laquelle il aurait un intérêt. En contrepartie, Rhodia s'engage à verser à Monsieur Jean-Pierre Clamadieu, pendant une durée de deux ans à compter de la cessation de son mandat, une indemnité trimestrielle d'un montant brut égal à 220.000 euros.

Autres mandataires sociaux

Au titre de son contrat de travail, Monsieur Jacques Khélifff pourrait se voir attribuer une indemnité de rupture d'un montant équivalent à 36 mois de son salaire de référence, tel qu'il existe au titre de son contrat de travail. Cet engagement trouverait à s'appliquer dans certains cas de départ.

6. PERSONNES QUI ASSUMENT 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 Jean-Pierre Clamadieu

Président-Directeur Général

ANNEXE I

RAPPORT DE MONSIEUR BRUNO HUSSON SUR LES CONDITIONS FINANCIERES DE L'OFFRE

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'offre publique d'achat
initiée par Solvay sur les actions, les ADSs
et les OCEANEs émis par Rhodia

Avril 2011

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Solvay sur les actions, les ADSs et les OCEANEs émis par Rhodia

Le 4 avril 2011, le groupe Solvay (« l'Initiateur ») a annoncé le lancement d'une offre publique d'achat (« l'Offre » ou « l'Opération ») sur la totalité des actions ordinaires (en ce inclus les actions représentées par des *American Depositary Shares* - « ADSs ») et des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (« OCEANEs ») émises par *Rhodia* (ci-après collectivement désignées « les Titres »). Il s'agit d'une offre amicale approuvée à l'unanimité par le conseil d'administration de *Rhodia* lors de sa séance du 3 avril 2011 et assortie d'un seuil de renonciation fixé à 50% des actions plus une sur la base d'un nombre d'actions totalement dilué.

En raison de l'existence de deux catégories de titres (actions ordinaires et OCEANEs) visées par l'Offre, la société cible est tenue par la réglementation boursière de désigner un expert indépendant aux fins de s'assurer de l'absence de rupture d'égalité de traitement entre les porteurs d'actions ordinaires (et indirectement les porteurs d'ADSs) et les porteurs d'OCEANEs. En effet, conformément aux dispositions de l'article 261-1 (alinéa I, 5°) du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), la désignation d'un expert indépendant est requise *« lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre »*.

C'est dans ce contexte que la Société nous a désignés aux fins d'obtenir une attestation sur le caractère équitable des prix proposés par l'initiateur de l'Offre aux porteurs d'actions ordinaires (et indirectement aux porteurs d'ADSs) et aux porteurs d'OCEANEs, soit 31,60 € (coupon 2010 de 0,5 € détaché) par action ordinaire (ou la contre-valeur en dollars américains de 31,60 € par ADS) et 52,30 € par OCEANE.

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Notre mission d'expertise s'inscrit uniquement dans ce cadre à l'exclusion de tout autre contexte fondé sur d'autres lois ou réglementations étrangères.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des douze derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La seconde partie porte sur le contexte de l'Opération ; après une présentation de la vie boursière du titre *Rhodia* sur la période récente et une analyse succincte de la situation financière de la Société à la veille de l'annonce de l'Offre, elle examine la situation des différents porteurs de titres visés par l'Offre pour conclure sur les contours de notre mission et notamment la façon d'apprécier le caractère

équitable des conditions financières de l'Offre. Les troisième et quatrième parties détaillent les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions et des OCEANEs, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur les éléments d'appréciation de l'offre proposés par *Morgan Stanley*, banque présentatrice de l'Offre (« la Banque »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les différents porteurs de titres visés par l'offre.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe Aon, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée à Paris, Madrid, Amsterdam, Milan, Francfort, Bruxelles, Munich et Londres, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyse de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 180 consultants (dont 80 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des douze derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2010				
Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Conseil
févr.-11	DLP Participations	Foncière PH Green	OPO	Oddo & Cie
mai-10	NRS	France Telecom	OPR-RO	Lazard Frères
avr.-10	Etam Développement	société	OPRA	Rothschild & Cie

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, exigé par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson (associé) en collaboration avec Henri Philippe (associé), notamment pour l'évaluation des titres dérivés (OCEANES), et avec le concours de Christophe Schmit (associé) qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur

d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 10 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également chargé de cours à HEC et à l'Université de Paris-Dauphine.
- Christophe Schmit, dispose d'une expérience professionnelle de près de 20 ans dans le domaine de l'expertise financière et intervient régulièrement dans des procédures d'arbitrage. Christophe Schmit est diplômé d'HEC et du DESCF.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre une consultante senior (Centrale Paris, Actuaire) et quatre consultants juniors (HEC, Supelec, Université Paris Sorbonne) disposant d'une expérience moyenne de 3 ans dans le domaine du conseil financier.

1.3. Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 350 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par l'Initiateur et ses conseils ;
- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la vie boursière de l'action et de l'OCEANE sur la période récente et de la liquidité du marché de ces deux titres, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de références ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période 2011-2015 ;
- entretien avec un responsable de la Société (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, etc.) ;

- entretiens avec des représentants des deux banques conseil de la Société, *BNP Paribas* et *Credit Suisse* ;
- entretiens avec des représentants de la banque conseil de l'Initiateur, *Morgan Stanley* ;
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions et des OCEANES et les prix cibles (*target price*) des analystes financiers ;
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres, avec une attention particulière pour les CERs (*Certified Emission Reductions*) et les engagements contractés par la Société en matière de retraite et d'environnement ;
- dans le cadre de la méthode DCF, comparaison des prévisions du management avec les projections des analystes financiers, estimation des différents paramètres avec une attention particulière portée aux modalités de calcul de la valeur terminale et à la détermination du taux d'actualisation ;
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société ;
- évaluation des OCEANES émises par la Société sur la base d'une approche par composante (valeur nue de l'obligation et valeur optionnelle). La valeur optionnelle a été estimée à partir d'un modèle binomial développé spécifiquement pour prendre en comptes les caractéristiques des OCEANES ;
- analyse critique des éléments d'appréciation de l'Offre fournis par *Morgan Stanley* dans le cadre de l'Opération ;
- rédaction du présent rapport d'expertise et présentation de ses conclusions au conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 1^{er} mai 2011.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été contactée par les conseils de la Société le 4 avril 2011 et formellement mandatée par la Société le 7 avril 2011. Notre mission s'est déroulée du 7 avril 2011 au 29 avril 2011, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec des représentants des deux banques-conseil de la Société en vue notamment d'obtenir des réponses aux questions soulevées par l'analyse du plan d'affaires élaboré par le management de la Société et l'évaluation des différents éléments actifs et passifs non financiers pris en compte dans la détermination de la valeur des capitaux propres. Nous avons également eu un entretien avec un représentant du management de la Société qui nous a notamment donné sa vision de la

position concurrentielle actuelle et future de la Société sur ses différents marchés. Par ailleurs, nous avons rencontré des représentants de la banque conseil de l'Initiateur qui nous ont notamment commenté les travaux d'évaluation effectués à l'appui de l'appréciation portée sur les prix offerts pour l'action et pour l'OCEANE.

1.5.3. Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Pascal Bouchiat, Directeur Général Adjoint Finances, *Rhodia*
- Jean-Pierre Labroue, Secrétaire Général, *Rhodia*
- Patrick Dziwolski, *Bredin Prat*
- Matthieu Pouchepadass, *Bredin Prat*
- Pierre Lescatéreyres, Director, *Credit Suisse*
- Adnan Pasovic, Vice President, *Credit Suisse*
- Christophe Jalinot, Managing Director, *BNP Paribas*
- Serge Capier, Director, *BNP Paribas*
- Alban de La Sablière, Managing Director, *Morgan Stanley*

1.5.4. Informations utilisées

Outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- documents de référence de la Société (exercices 2010 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 6 avril par la Banque et la mise à jour de ce projet en date du 20 avril 2011 ;
- note d'opération relative à l'émission des OCEANes visée par l'AMF en date du 19 avril 2007 ;
- présentation conjointe des deux banques conseil de la Société au conseil d'administration en date du 31 mars 2011, intégrant notamment les résultats d'une évaluation multicritères de la Société ;
- plan d'affaires 2011-2015 élaboré par le management de la Société ;
- informations complémentaires fournies par les banquiers conseil de la Société sur des éléments d'actifs ou passifs non financiers (engagements relatifs aux retraites et aux questions environnementales notamment) ;
- études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *Reuters*, *Mergermarket* et *Zephyr* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque segment d'activité, des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Vie boursière de la Société

Il existe deux lignes de cotation distinctes pour Rhodia, correspondant à l'action ordinaire et à l'OCEANE émise en avril 2007

2.1.1. Analyse du marché de l'action

Liquidité du titre

La Société a été introduite en bourse en 1998 et est cotée depuis sur le compartiment A de NYSE Euronext Paris. Au 1^{er} avril 2011, soit la veille de l'annonce de l'Offre, la capitalisation boursière de la société avoisinait 2 200 M€, ce qui place la Société dans le haut de la catégorie des valeurs moyennes (« *midcaps* »). S'agissant de la structure de l'actionnariat, le point notable est l'absence d'actionnaire de référence : le flottant représente environ 93% du capital (document de référence 2010 de la Société), le solde étant détenu par les salariés (environ 6%) et la Société elle-même (environ 1%). Le flottant comprend essentiellement des investisseurs institutionnels (près de 90%, dont plus de deux tiers d'institutionnels étrangers), aucun d'entre eux ne détenant plus de 10% du capital de la Société.

Conséquence directe de la taille importante du flottant, le marché du titre est très liquide, le volume d'échanges se situant en moyenne à environ 1 500 000 titres par jour de cotation sur les trois derniers mois.

Liquidité du titre Rhodia						
	Volume d'échanges quotidien moyen			Volume cumulé		
	Nombre de titres	En % du capital		Nombre de titres	En % du capital flottant	En M€
01/04/2011	1 552 043	1,5 %	1 552 043	1,5 %	1,6 %	32,7
Dernier mois	1 483 726	1,4 %	35 609 424	34,1 %	36,6 %	717,5
3 derniers mois	1 418 323	1,4 %	62 406 212	59,7 %	64,1 %	1 294,5
6 derniers mois	1 146 946	1,1 %	126 164 043	120,6 %	129,6 %	2 732,5
12 derniers mois	1 238 541	1,2 %	322 020 661	307,9 %	330,8 %	5 811,2

Source: Bloomberg

Enfin, rappelons que la Société dispose d'une cotation secondaire aux Etats-Unis par le biais d'ADSs (*American Depositary Shares*). Ces ADSs procurent aux investisseurs américains un accès direct au titre *Rhodia* avec une cotation en Dollars. Les ADSs offrent à leurs détenteurs des droits (vote aux assemblées, dividende, etc.) strictement équivalents à ceux conférés par les actions *Rhodia* ; elles sont donc assimilées par la suite aux actions ordinaires cotées sur *Euronext Paris*. Les ADSs de Rhodia ont été retirés de la cote du New York Stock Exchange le 28 septembre 2007, mais restent négociables de gré à gré.

Evolution du cours depuis l'arrivée du management actuel en octobre 2003

L'équipe de management actuelle a été mise en place au mois d'octobre 2003. Jusqu'à l'annonce des résultats pour l'exercice 2003, fortement dégradés, puis l'annonce d'un plan de cession d'activités non stratégiques et d'un plan de refinancement, le cours de *Rhodia* a poursuivi son orientation baissière, passant de 35 € début octobre 2003 à 10 € en août 2004.

Au cours de ces trois premières années (2003-2006), le management de la Société a conduit une stratégie de retournement reposant sur trois composantes clés : (i) le recentrage des métiers et la cession des activités non rentables, (ii) la réorganisation des structures et la mise en œuvre d'un plan de réduction des coûts massif, et (iii) la restructuration financière de la Société.

S'agissant de cette dernière composante, la Société s'est refinancée avec succès via notamment deux augmentations de capital (471 M€ en avril 2004 et 576 M€ en décembre 2005) et plusieurs émissions obligataires. L'amélioration progressive des performances et de la liquidité de la Société s'est traduite par un redressement du cours qui atteint en mai 2007 un plus haut sur la période considérée à presque 38 €.

A l'issue de cette période de rétablissement de la performance financière, la Société a poursuivi sa stratégie de recentrage en cédant plusieurs autres activités (silicone, isocyanates, etc.) et de refinancement en procédant en avril 2007 à une nouvelle émission obligataire sous forme d'OCEANES. Signe du succès de cette stratégie, 2007 a été une année record en termes de performance opérationnelle et a été marquée par la reprise du versement des dividendes.

De mi-2007 jusqu'à début 2009, dans un contexte boursier agité par la crise financière, le cours de *Rhodia* a chuté fortement de nouveau pour atteindre un plus bas historique de près de 2 € en mars 2009. En effet, cette période a été marquée par une forte hausse du prix des matières premières qui a affecté directement la Société. Au cours de l'année 2008, la Société a été à même de répondre à ces hausses en les répercutant rapidement dans ses prix de vente. Plus tard, au cours du premier semestre 2009, pour répondre à la crise généralisée, le management de *Rhodia* a mis en œuvre une stratégie de crise pour répondre aux besoins de trésorerie du groupe (focus sur le BFR, réduction exceptionnelle de certains coûts opérationnels et nouveau programme de restructuration).

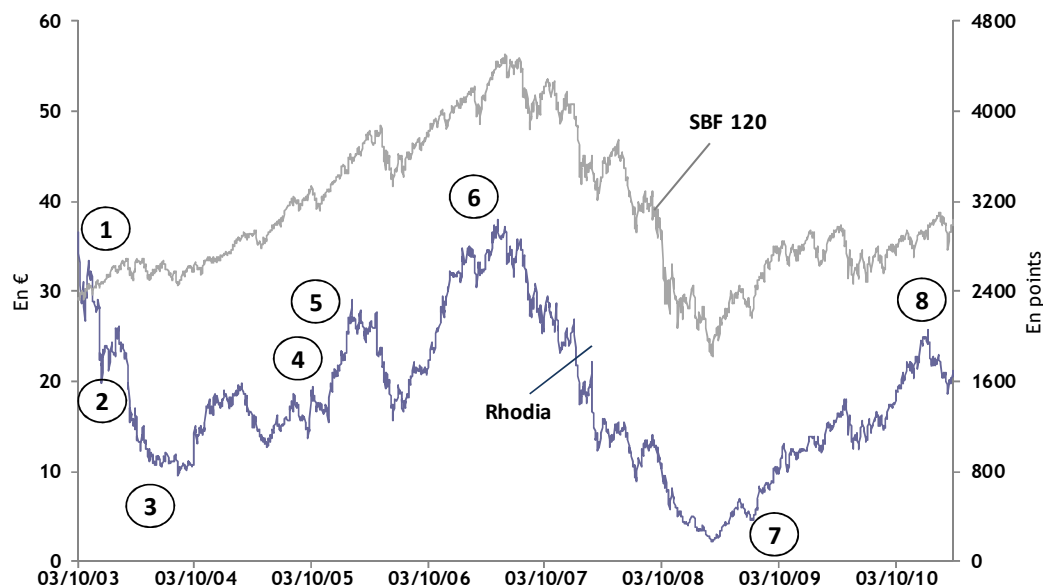
L'année 2009 a cependant marqué la reprise de la croissance externe avec l'acquisition de la société américaine *McIntyre* (146 M\$ de chiffre d'affaires), marquant ainsi la reprise d'une politique d'investissements plus ambitieuse orientée notamment vers la croissance des volumes. Cette stratégie de croissance externe s'est poursuivie en 2010 avec l'acquisition de la société chinoise *Feixiang Chemicals* (environ 275 M€ de chiffre d'affaires), accompagnant une progression du cours d'environ 12 € sur l'année. Enfin, depuis le début de l'année 2011, le cours a chuté de 16% pour s'établir aux environs de 21 € à la veille de l'annonce de l'Offre.

Au total, le cours de bourse de *Rhodia* a connu des fluctuations très importantes au cours des dernières années, largement amplifiées par rapport à celles du marché comme attesté dans le graphique ci-après par les évolutions comparées du cours de *Rhodia* et de l'indice SBF 120 depuis les plus haut de juin 2007. Ce phénomène est la conséquence logique d'une caractéristique majeure de la Société qui sera commentée plus loin, à savoir la conjugaison d'un levier opérationnel significatif et surtout d'un levier financier élevé, comme en témoigne l'évolution du cours du CDS de *Rhodia* comparée à l'évolution du cours de l'action.

De plus, l'analyse des mouvements journaliers du cours montre également de fréquentes « sur-réactions » du marché à l'annonce de certains événements. A titre d'illustration, citons la chute du cours de 20,4%, le 28 février 2008, suite à l'annonce par le management d'une

révision des prévisions de profitabilité à court terme, en dépit de résultats annuels 2007 conformes aux attentes, et dans le sens opposé, la progression de cours de 6,1% enregistrée le 17 mars 2011 suite à la levée de la force majeure dont l'impact négatif estimé ne dépassait pas 2% à 3% de l'EBITDA de l'année.

Rhodia - Evolution du cours de bourse du 3/10/2003 à la veille de l'Offre



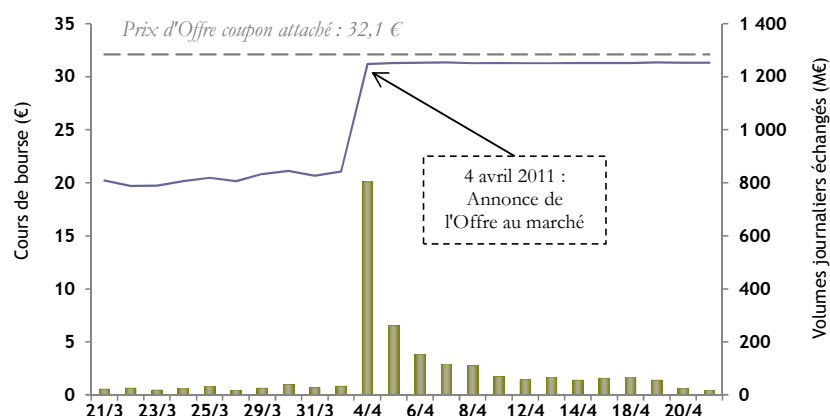
Légende du graphique

- (1) Octobre 2003 : mise en place de l'équipe de management actuelle ;
- (2) Février / mars 2004 : annonce d'un plan de cession des activités non stratégiques et d'un plan de refinancement ;
- (3) Avril / mai 2004 : augmentation de capital pour un montant de 471 M€ et émission obligataire pour un montant de 700 M€ ;
- (4) Novembre / décembre 2005 : accord de l'ONU relatif à la vente des CERs provenant de Brésil et de Corée du Sud ;
- (5) Décembre 2005 : augmentation de capital pour un montant de 576 M€ et refinancement obligataire et bancaire (émission d'obligations pour 500 M€ et crédit syndiqué de 300 M€) ;
- (6) Avril 2007 : émission d'OCEANes pour un montant de 595 M€ ;
- (7) Mars 2009 : acquisition de la société américaine *McIntyre* ;
- (8) Novembre 2010 : acquisition de la société chinoise *Feixiang Chemicals*.

Evolution du cours depuis l'annonce de l'Offre

A l'annonce de l'Offre au marché le 4 avril 2011 au matin, le cours boursier de *Rhodia* s'est immédiatement positionné à 31,3 €, juste en deçà du prix d'offre avant détachement du coupon (32,1 €).

Parallèlement, le jour de l'annonce de l'Offre et au cours des jours suivants, le volume d'échanges a considérablement augmenté : en l'espace de 10 jours, c'est près de 58% du flottant de la Société qui a changé de mains. Une telle activité conjuguée au niveau de cours relevé ci-dessus est le signe que le marché, à travers l'action des « risque-arbitrageurs », a clairement voté en faveur du succès de l'Offre.



2.1.2. Analyse du marché de l'OCEANE

Caractéristiques du titre

Le 27 avril 2007, la Société a émis un emprunt de 595 M€ (montant brut avant frais) sous la forme d'Obligations à option de Conversion et/ou d'Echange en Actions ordinaires Nouvelles ou Existantes. Ces OCEANES, d'un montant nominal unitaire de 48,10 €, portent intérêt annuellement à un taux de 0,5% du nominal et seront amorties en totalité au plus tard le 1^{er} janvier 2014 au prix unitaire de 54,46 €. Sur cette base, le taux de rendement actuariel obtenu par l'investisseur, qui aurait porté les OCEANES depuis l'émission jusqu'à cette dernière échéance, s'élève précisément à 2,35%. A compter de la date d'émission, les OCEANES sont échangeables à tout moment en actions de la Société sur la base d'un ratio d'attribution (i.e nombre d'actions obtenues en échange d'une OCEANE) automatiquement ajusté à la hausse en cas de distribution de dividendes. Fixé initialement à 1,00, ce ratio s'élevait à 1,04 à la veille de l'annonce de l'Offre.

Dans l'hypothèse où le titre est remboursé avant cette échéance, le prix de remboursement (désigné « Prix de Remboursement Anticipé » dans le prospectus d'émission) est calculé de telle façon que ce prix, augmenté du coupon couru à la date de remboursement, permette à l'investisseur qui aurait porté les titres depuis la date d'émission d'obtenir ce même taux de rendement actuariel de 2,35%. Aux termes du contrat d'émission, un tel remboursement anticipé peut notamment intervenir, soit à l'initiative de la Société si le cours de bourse dépasse certaines limites, soit à l'initiative du porteur en cas de changement de contrôle pour tout ou partie des titres détenus, soit encore à l'initiative du représentant de la masse des obligataires en cas d'occurrence de certains événements (dont la radiation des actions *Rhodia* du marché d'*Euronext Paris*).

Comme le succès de l'Offre traduit nécessairement le changement de contrôle de la Société, tout porteur d'OCEANES se trouvera ainsi dans la situation de demander le remboursement anticipé de ses titres. Relevons à cet égard qu'au 1^{er} septembre 2011, date estimée de règlement-livraison de l'Offre, le Prix de Remboursement Anticipé augmenté du coupon couru à cette date s'élève précisément à 52,2 €, soit un montant à peine inférieur au prix de 52,30 € proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Liquidité du titre

L'OCEANE est cotée sur le compartiment obligataire de *NYSE Euronext Paris*. Comme le montre le tableau suivant, qui présente et analyse les volumes d'échanges sur les OCEANES, le marché du titre est relativement liquide. Les OCEANES sont également l'objet de nombreuses transactions entre banques (marché OTC) ce qui renforce encore la liquidité du titre.

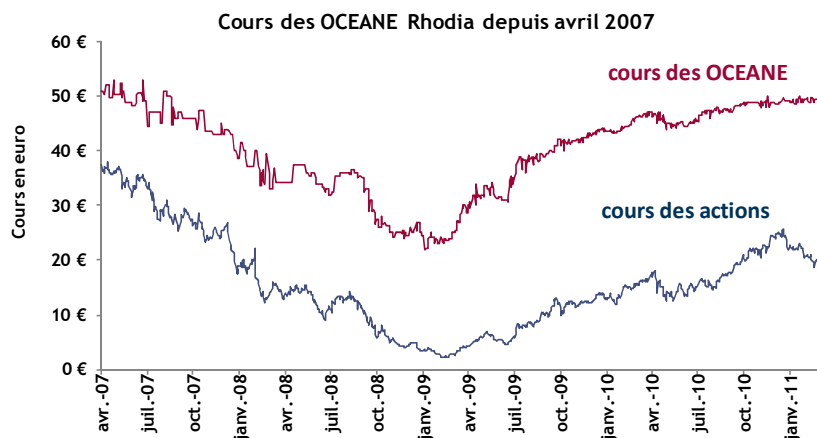
Liquidité du marché des OCEANE				
	Volume d'échanges quotidien moyen	Volume cumulé		
		... en nombre de titres	... en % du nombre total d'OCEANE	... en M€
01/04/2011	340	340	0,3 %	0,0
Dernier mois	1 057	17 973	16,7 %	0,9
3 derniers mois	1 067	45 885	42,6 %	2,3
6 derniers mois	880	82 734	76,9 %	4,1
12 derniers mois	1 336	537 248	499,4 %	22,2

Source : Euronext

Evolution du cours depuis l'émission en avril 2007

Depuis leur émission en avril 2007, les OCEANES ont connu un parcours boursier qui peut être décomposé en deux grandes périodes.

- Sur la première période, comprise entre avril 2007 et janvier 2009, le cours des OCEANES a chuté sans discontinuer jusqu'à atteindre un point bas à 22 €. Cette chute est parallèle à celle du cours de l'action *Rhodia* sur cette même période, elle-même concomitante à la crise financière mondiale. Deux effets permettent d'expliquer cette chute : (i) la disparition de la prime de conversion optionnelle, directement liée à la chute du cours de l'action et marquant la très faible probabilité d'une conversion future de l'obligation en actions, (ii) la diminution de la « valeur nue » de l'obligation (i.e. valeur de l'obligation privée de son option de conversion en action), elle-même liée à l'augmentation généralisée de l'estimation du risque emprunteur lors de la crise financière récente. Au total, ce sont donc les deux composantes de la valeur de l'OCEANE (valeur nue et prime de conversion) qui ont été affectées par une diminution brutale de leur valeur sur la période.
- Depuis janvier 2009, le cours des OCEANES a enregistré un rétablissement progressif. Celui-ci s'explique essentiellement par une augmentation de la valeur nue de l'obligation, liée vraisemblablement à une amélioration du risque de défaut perçu sur *Rhodia*. En effet, la valeur de la prime de conversion optionnelle (sur la base de 1,04 action pour une OCEANE) reste peu significative étant donné les niveaux de cours actuel de l'action qui rendent très improbables la conversion de l'OCEANE à l'échéance du 1^{er} janvier 2014.



A la veille de l'annonce de l'Offre, le 1^{er} avril 2011, le cours de l'OCEANE atteignait 49,70 €, soit un niveau en ligne avec celui observé au cours des semaines précédentes. En effet, depuis début 2011 et jusqu'à la veille de l'annonce de l'Offre, le cours de l'OCEANE a varié dans un tunnel étroit compris entre 48,50 € et 50,00 €, tandis que sur la même période le cours de l'action a baissé d'environ 16%, enregistrant mi-janvier un plus haut de 25,7 € et mi-mars un plus bas de 18,7 €.

Ces deux évolutions contrastées du cours de l'OCEANE et du cours de l'action sur la période récente illustrent bien le fait qu'à la veille de l'offre, les porteurs d'OCEANES sont les détenteurs d'un actif essentiellement obligataire, dont la composante optionnelle a une valeur peu significative. Rappelons en outre que l'OCEANE verse un coupon faible (0,5% annuel) et bénéficie contractuellement en cas de remboursement à l'échéance (ou de remboursement anticipé si les conditions sont réunies) d'un rendement actuariel de 2,35% par an, soit un niveau à peine supérieur au niveau du taux sans risque actuel sur une maturité équivalente.

2.2. Situation financière de la Société à la veille de l'Offre

2.2.1. Une rentabilité des capitaux engagés à un niveau record

L'ampleur du redressement opéré par le management du groupe depuis fin 2003 apparaît clairement à travers l'évolution de la rentabilité des capitaux engagés (ou « ROCE » pour *Return On Capital Employed*) tout au long de la période. En raison des restructurations engagées et de la contribution bénéficiaire significative des CERs (cf. *infra*), la mesure de rentabilité considérée ici est obtenue en rapportant l'EBIT de l'année considérée (hors impact des CERs et charges de restructuration, fiscalisé au taux normatif de 34%) aux capitaux engagés en début d'année (valeur nette comptable des immobilisations corporelles et incorporelles, hors goodwill affecté et non affecté, augmentée du besoin en fonds de roulement).

A partir du point bas de 2004 à environ 1%, le ROCE du groupe a fortement progressé au cours des trois années suivantes pour atteindre près de 9,5% en 2007. La crise des matières premières au cours des trois premiers semestres de 2008 allait cependant interrompre cet élan et faire chuter le ROCE en dessous de 6%, soit un niveau inférieur à celui de 2006. Au cours des premiers mois de 2009, le groupe enregistre la plus forte baisse de demande jamais

enregistrée au cours de son histoire, alors même que ses unités de production devaient encore utiliser des matières premières acquises au sommet du marché au troisième trimestre 2008. Au troisième trimestre 2009, grâce à la reprise de la demande et à de nouvelles réductions de coûts, le résultat opérationnel retrouve son niveau de 2008 et enregistre même un niveau record au quatrième trimestre. Ces performances sont néanmoins insuffisantes pour compenser les pertes du premier semestre, si bien que sur l'année entière le ROCE avoisine 2%, soit un niveau à peine supérieur à celui de 2004. Mais l'année suivante, dans la ligne de la tendance favorable du dernier trimestre 2009, le ROCE atteint le niveau record d'environ 16%, le groupe tirant pleinement profit d'une stabilité relative du prix de matières premières et plus encore des tensions sur le marché résultant des effets conjugués de la reprise de la demande et des réductions de capacité opérées par l'ensemble des acteurs du secteur au plus fort de la crise.

De façon plus analytique, la progression spectaculaire du ROCE depuis 2004 trouve son origine dans l'amélioration continue des deux composantes du ratio : marge opérationnelle et rotation des capitaux engagés.

- S'agissant de la marge opérationnelle (EBIT ajusté rapporté au chiffre d'affaires), la progression de 8 points enregistrée sur la période (d'environ 1% en 2004 à près de 9% en 2010) résulte principalement d'un effet prix favorable (impact net, sur le résultat opérationnel, des variations de prix de vente et de coûts de matières premières) et d'une réduction des coûts fixes. D'après le management du groupe, les montants cumulés, sur la période 2006-2010, des effets prix et des réductions de coûts s'élèvent respectivement à 443 M€ (dont 271 M€ pour la seule année 2010, soit plus de 5% du chiffre d'affaires) et 212 M€ (à périmètre comparable).
- S'agissant de la rotation (chiffre d'affaires rapporté aux capitaux engagés), le quasi doublement observé sur la période (de 1,4 en 2004 à 2,7 en 2010) ne provient pas de la croissance du chiffre d'affaires : seulement 20% depuis 2004, hors impact des CERs. Cette évolution trouve en effet son origine dans deux autres facteurs : (i) le recentrage stratégique opéré par le nouveau management (cession des activités non rentables et priorité donnée aux segments d'activité les moins capitalistiques), (ii) la discipline financière mise en œuvre (contrôle strict des investissements et gestion serrée du besoin en fonds de roulement).

La conjonction des facteurs favorables relevés plus haut pour l'année 2010 a bénéficié à l'ensemble des sociétés du secteur. Ainsi, le ROCE moyen des sept groupes cotés que nous considérons comme les plus comparables à *Rhodia* (cf. *infra*, méthode des comparaisons boursières) ressort en 2010 à 14,6% (écart-type de 2,7%), soit un niveau à peine inférieur à celui de *Rhodia* (15,9%).

2.2.2. Une forte volatilité du résultat net et donc de la valeur des actions

Sur le plan financier, une caractéristique majeure de *Rhodia* est la forte volatilité du résultat net et la forte volatilité du cours de l'action qui en découle. Cette situation résulte de la conjonction d'un fort levier opérationnel, en ligne avec celui constaté habituellement pour les sociétés du secteur, et d'un levier financier plus élevé que la moyenne du secteur.

Le niveau de levier opérationnel s'explique par l'intensité capitalistique des métiers de *Rhodia*, plus forte que celle observée dans la plupart des autres secteurs d'activité. Il traduit le poids important des coûts fixes par rapport aux coûts variables, avec pour conséquence l'amplification de toute variation du volume d'affaires sur la variation du résultat opérationnel. Sur la base de caractéristiques opérationnelles proches de celles du groupe en

2010 (soit une marge sur coûts variables de 40% et une marge opérationnelle de 10%), le degré de levier opérationnel ressort à 4, ce qui signifie qu'une variation en hausse ou en baisse du volume d'affaires entraîne une variation 4 fois plus importante du résultat opérationnel (en l'absence d'effet prix et d'évolution des coûts fixes).

Le niveau de levier financier est la conséquence des graves difficultés financières du passé et des choix opérés depuis en matière de politique de financement. Il se trouve par ailleurs augmenté par le montant élevé des engagements du groupe en matière de retraites. Sur la base des valeurs de marché estimées des capitaux propres et de la dette financière et sociale (cf. *infra*, résultats de la méthode DCF), le levier financier du groupe à la veille de l'Offre avoisine 1,2. De ce fait, une variation en hausse ou en baisse de la valeur du portefeuille d'activités entraîne une variation 2,2 fois plus importante de la valeur des capitaux propres.

La conjugaison chez *Rhodia* d'un fort levier opérationnel et d'un levier financier élevé explique la forte volatilité du cours de bourse enregistré au cours des dernières années. Cette situation explique également pourquoi le cours de *Rhodia* a largement amplifié, à la baisse puis à la hausse, les mouvements de l'ensemble du marché boursier depuis l'été 2007. En termes d'évaluation, elle introduit une incertitude d'autant plus forte que les métiers de la Société sont cycliques. Par suite, sauf à supposer l'absence de cycle, l'évaluation de la Société sur la base des flux de trésorerie futurs générés par le portefeuille d'activités (méthode DCF) débouchera nécessairement sur une large fourchette d'estimations de la valeur de l'action.

2.3. Appréciation du caractère équitable de l'Offre

2.3.1. Nature de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'Offre est une offre volontaire (i.e. réalisée à la seule initiative du groupe *Solvay* en l'absence d'obligation réglementaire) à laquelle les actionnaires et porteurs d'OCEANES sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres. Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir à l'issue de l'Offre au moins 95% des actions et des droits de vote de la Société, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées à l'Offre. Une demande analogue viserait également les OCEANES non apportées à l'Offre dans l'hypothèse où le seuil des 95% serait franchi sur la base d'un nombre d'actions dilué pour la conversion des OCEANES.

Comme indiqué plus haut, notre désignation comme expert indépendant est requise par la réglementation boursière au seul motif que l'Offre vise deux catégories de titres distincts (actions et OCEANES) et propose donc des prix différenciés aux deux catégories d'investisseurs. Dans ce cadre, notre mission a pour objet de vérifier que les conditions financières de l'Offre sont « équitables » pour les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Nous comprenons que, dans le contexte spécifique de l'Offre, le respect de l'équité doit être examiné au regard des deux conditions suivantes :

- (i) les prix proposés sont « raisonnables » ou « acceptables » en ce sens qu'ils intègrent correctement la Valeur Intrinsèque des titres (telle que définie ci-dessous) à la veille de l'Offre ;
- (ii) ces prix ne traduisent pas une quelconque inégalité de traitement entre les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Dans les développements qui suivent, le terme « Valeur Intrinsèque » appliqué indifféremment à l'action ou à l'OCEANE désignera la valeur du titre en question sans intégrer l'annonce et les conséquences éventuelles de l'Offre. Ainsi, la première condition requiert que, pour chacune des deux catégories de titres visés par l'Offre, le prix proposé soit au moins égal à la Valeur Intrinsèque. L'évaluation multicritères des actions et des OCEANES qui est détaillée plus loin a pour objet de vérifier que les conditions de l'Offre assurent bien le respect de cette première condition.

S'agissant de la seconde condition énoncée ci-dessus, le seul examen de la situation comparée des actionnaires et des porteurs d'OCEANES permet d'ores et déjà de présumer le caractère équitable de l'Offre (sous réserve du respect de la première condition).

2.3.2. Situation comparée des actionnaires et des porteurs d'OCEANES

Le contrôle de l'entreprise et la prime qui s'y rattache éventuellement en cas de transfert à un investisseur tiers appartiennent aux actionnaires et non aux créanciers, car ces deux éléments sont indissociables du droit de vote que les actionnaires sont les seuls à détenir. Qu'en est-il des porteurs de titres hybrides donnant un accès différé ou une option d'accès au capital de l'entreprise et, dans le cas d'espèce, des porteurs d'OCEANES ?

Les relations entre actionnaires et porteurs d'OCEANES sont définies dans le contrat d'émission que ces derniers ont implicitement approuvé en souscrivant à l'émission. A cet égard, le contrat envisage notamment la survenance d'événements exceptionnels tels que le lancement d'une offre publique. Dans ces conditions, les porteurs d'OCEANES ne peuvent *a priori* prétendre obtenir, en cas d'offre publique, une prime (par rapport à la Valeur Intrinsèque de leurs titres) différente de celle résultant de l'application des dispositions prévues en pareilles circonstances dans le contrat d'émission.

Dans le contrat d'émission, deux dispositions ont pour objectif d'assurer une protection complémentaire aux porteurs d'OCEANES en cas d'offre publique susceptible d'entraîner un changement de contrôle. La première prévoit l'ajustement du ratio d'attribution à la hausse, tandis que la seconde ouvre la possibilité d'un remboursement immédiat de l'OCEANE.

L'intérêt de ces deux dispositions pour le porteur d'OCEANES dépend de l'évolution du cours de bourse depuis leur date d'émission :

- en cas d'évolution très favorable du cours de l'action (l'option de conversion de l'OCEANE est alors dans la monnaie), le nouveau prix de conversion donné par l'application de la première disposition définit une référence plancher pour fixer le prix d'offre de l'OCEANE ;
- en cas d'évolution très défavorable du cours de l'action (la probabilité de conversion de l'OCEANE est alors proche de zéro), cette référence plancher résulte de l'application de la seconde disposition et correspond au Prix de Remboursement Anticipé ;
- en cas d'évolution moins tranchée du cours de l'action, la référence plancher qui s'imposera à l'initiateur de l'offre pour la fixation du prix d'offre de l'OCEANE sera le prix le plus élevé entre le nouveau prix de conversion et le Prix de Remboursement Anticipé.

L'exemple chiffré suivant, donné à titre d'illustration seulement, permet de bien comprendre ces mécanismes. Plaçons-nous deux ans et trois mois après la date d'émission des OCEANES (soit au premier tiers de la durée de vie du titre) et imaginons que l'action et l'OCEANE cotent respectivement 60 € (soit une évolution bien différente à la réalité, mais compatible avec la forte volatilité du titre) et 70 € (soit un cours supérieur à celui de l'action en raison de

la protection à la baisse offerte par la composante obligataire du titre). Supposons alors que l'action fasse l'objet d'une offre publique au prix de 75 €. En cas de succès de l'offre et en l'absence d'ajustement du ratio d'attribution (supposé égal à 1, son niveau d'origine), la rentabilité actuarielle dégagée par le porteur d'OCEANE depuis la date d'émission ressort à environ 22% (contre environ 42% pour le porteur d'actions sur la même période). Dans le contexte de ce scénario plutôt favorable, cette performance serait sans doute jugée décevante par le porteur d'OCEANES au regard de la prime d'émission de 42% qu'il a acceptée à l'origine en pariant sur la forte volatilité de l'action. L'ajustement du ratio d'attribution a précisément pour objet de rétablir un certain équilibre au profit du porteur d'OCEANE en rétablissant une prime sur le prix de l'action dont le niveau diminue linéairement sur la durée de vie de l'OCEANE de 42% (niveau d'origine) jusqu'à 0. Dans le scénario envisagé, le ratio d'attribution de 1,0 prévalant à la veille de l'Offre serait ajusté à 1,28 (soit un coefficient d'ajustement égal à : $1 + [42\% \times 2/3]$), ce qui porterait la contrepartie offerte pour chaque OCEANE à 96 € et la rentabilité actuarielle pour le porteur à 36%.

Cette première disposition a cependant peu d'intérêt pour le porteur d'OCEANES dans l'hypothèse d'une évolution très défavorable du cours de l'action depuis la date d'émission des OCEANES. Dans cette hypothèse, la valeur de la composante optionnelle de l'OCEANE (soit la valeur temps d'une option très en dehors de la monnaie) est faible, si bien que le cours de l'OCEANE reflète principalement la valeur de la composante obligataire du titre. Comme on l'a vu plus haut, telle est la situation des OCEANES à la veille de l'Offre, car en dépit de la forte progression enregistrée depuis le point bas de mars 2009, le cours de l'action à cette date (21,07 €) reste très inférieur au prix d'émission de l'OCEANE (48,10 €). Dans ce contexte où le porteur d'OCEANES s'apparente plus à un créancier qu'à un actionnaire potentiel de la Société, la deuxième disposition du contrat d'émission évoquée ci-dessus accorde au porteur d'OCEANES une protection analogue à celle couramment exigée par les prêteurs long terme en cas de changement de contrôle : la possibilité d'obtenir le remboursement anticipé des titres. Comme indiqué plus haut, le prix de remboursement contractuel (Prix de Remboursement Anticipé) qui ressort du calendrier prévisionnel de l'offre s'établit à 52,28 € et correspond à 2 centimes près au prix d'offre des OCEANES (52,30 €).

Au total, le prix offert aux porteurs d'OCEANES respecte les dispositions du contrat d'émission de ces titres. Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'Offre n'introduisent à cet égard aucune rupture d'égalité entre les deux catégories d'investisseurs visés par l'Offre (actionnaires et porteurs d'OCEANES), ce qui permet de présumer le caractère équitable des conditions financières de l'Offre sous réserve de vérifier formellement que, tant pour l'action que pour l'OCEANE, le prix d'offre est au moins égal à la Valeur Intrinsèque.

L'objet de l'évaluation multicritères des actions et des OCEANES, qui est présentée ci-après, est précisément de procéder à cette vérification et, ce faisant, de montrer que la première condition d'équité de l'Offre, énoncée plus haut, est bien respectée.

3. Evaluation des actions

La présente section expose les résultats de nos travaux d'évaluation sur l'action ordinaire de la Société, les résultats obtenus pour les OCEANES également visés par l'Offre étant exposés dans la section suivante. Or, comme on le verra ci-après, le résultat des travaux d'évaluation réalisés sur l'action ordinaire dépend en partie des résultats obtenus pour les autres titres émis par la Société, résultats qui ne peuvent eux-mêmes être obtenus sans formuler une hypothèse sur la valeur de l'action. Cette circularité du raisonnement, inhérente à l'évaluation de produits dérivés, suppose une démarche itérative : sauf indication contraire, les estimations présentées dans les deux sections à suivre sont celles obtenues après cette itération.

Ces différents travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. S'agissant de l'évaluation des actions ordinaires, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises : (i) l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF, (ii) l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

3.1. Références d'évaluation disponibles

3.1.1. Actif net comptable consolidé

En général, l'actif net comptable d'une entreprise n'est pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il intègre ni le goodwill généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

Dans le cas présent, les réserves qui viennent d'être formulées s'avèrent d'autant plus fondées que l'actif net comptable consolidé de la Société est négatif depuis 2004 ; il ne saurait donc constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

3.1.2. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié sur la période récente de transactions significatives portant sur les actions de la Société (par exemple une augmentation de capital ou la cession d'un bloc de titres représentant plus de 10% du capital) et susceptibles de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque du titre *Rhodia*.

3.1.3. Cours de bourse

Les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Rhodia* sont réunies : taille importante du flottant, volume significatif des échanges journaliers sur le marché, suivi régulier de la valeur par une douzaine d'analystes financiers, et surtout fréquence et qualité de la communication élaborée par le management à l'attention du marché. Pour toutes ces raisons, le cours de bourse de *Rhodia* constitue une référence incontournable dans le contexte de la présente opération.

Cependant, pour les raisons soulignées plus haut (fort levier opérationnel et surtout levier financier plus élevé que celui affiché en moyenne par les sociétés du secteur), le cours de *Rhodia* est particulièrement volatil et amplifie non seulement les mouvements généraux du marché boursier mais également l'évolution des cours des sociétés du secteur. De ce fait, la référence donnée par le cours de bourse sur la Valeur Intrinsèque de la Société ne peut s'apprécier que sur moyenne période et prend nécessairement la forme d'une fourchette d'estimations assez large. Relevons à cet égard que, sur les trois mois précédant l'annonce de l'Offre, l'écart entre le cours le plus haut (25,73 € le 12 janvier 2011) et le cours le plus bas (18,66 € le 16 mars 2011) est d'environ 7 €. Comme on le verra plus loin, les mêmes causes produisant les mêmes effets, la méthode DCF débouchera également sur une fourchette d'estimations de même ampleur.

3.1.4. Prix cible des analystes financiers

Au cours de la période comprise entre la date de publication des résultats 2010, le 23 février 2011, et la veille de l'annonce de l'Offre, nous avons identifié 16 publications d'analystes financiers sur le titre *Rhodia*. L'étude conjointe des recommandations et des prix-cibles figurant dans ces publications met en lumière la prudence relative des analystes financiers à l'égard des résultats issus de leurs propres travaux d'évaluation ou, pour le moins, leur souci de ne recommander l'achat du titre que dans le cas où leur prix-cible est très nettement supérieur au cours de bourse à la date de publication.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, 8 publications sur 16 recommandent l'achat du titre en affichant à l'appui de ce conseil un écart très significatif entre prix cible et cours de bourse (37% en moyenne avec un écart-type limité de 6%). Les huit autres publications affichent une recommandation neutre, alors même que certaines d'entre elles extériorisent un écart prix cible - cours de bourse relativement élevé qui pourrait justifier une recommandation à l'achat pour un titre connoté plus positivement.

Enfin, on relève (sans surprise compte tenu des caractéristiques de la Société relevées plus haut) une très large dispersion des prix cible des analystes, de 20 € pour le plus bas à 30 € pour le plus haut.

Au total, nous considérons que les prix cible des analystes constituent, à l'instar des cours de bourse, une référence de la Valeur Intrinsèque qui ne peut être négligée, mais dont la pertinence doit être nuancée.

Rhodia - Prix-cibles et recommandations des analystes

	Date de la publication	Reco.	Prix-cible	Cours de l'action ⁽¹⁾	Ecart prix-cible / cours
Bureau 1	23/02/2011	Achat	30,0	22,0	37 %
Bureau 2	23/02/2011	Achat	29,0	22,0	32 %
Bureau 3	24/02/2011	Achat	26,0	20,4	27 %
Bureau 4	24/02/2011	Achat	29,0	20,4	42 %
Bureau 5	24/02/2011	Achat	30,0	20,4	47 %
Bureau 6	28/02/2011	Achat	29,0	20,8	39 %
Bureau 7	08/03/2011	Achat	28,5	20,8	37 %
Bureau 8	31/03/2011	Achat	27,8	21,1	32 %
Moyenne sur les recommandations à l'achat			28,7		37 %
<i>Ecart-type</i>			1,2		6 %
Bureau 9	23/02/2011	Neutre	26,0	22,0	18 %
Bureau 10	23/02/2011	Neutre	24,0	22,0	9 %
Bureau 11	24/02/2011	Neutre	27,0	20,4	32 %
Bureau 12	24/02/2011	Neutre	20,0	20,4	(2)%
Bureau 13	04/03/2011	Neutre	26,0	20,7	26 %
Bureau 14	04/03/2011	Neutre	22,0	20,7	6 %
Bureau 15	17/03/2011	Neutre	23,0	19,8	16 %
Bureau 16	31/03/2011	Neutre	20,0	21,1	(5)%
Moyenne sur les recommandations neutres			23,5		13 %
<i>Ecart-type</i>			2,5		

(1) Cours à la veille de la publication

Sources: Bloomberg, notes de brokers

3.2. De la valeur du portefeuille d'activités à la valeur des capitaux propres

3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'évaluation des actions de *Rhodia*, nous privilégions une démarche en trois étapes consistant à estimer d'abord la valeur du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise), puis la valeur de l'endettement financier net pour en déduire par solde la valeur des capitaux propres. Cette démarche est celle habituellement retenue par les évaluateurs pour la mise en œuvre des méthodes fondées sur l'actualisation de flux de trésorerie futurs ou sur les multiples. Elle permet notamment d'évaluer séparément des éléments d'actif et de passif qui supportent des risques différenciées et s'avère de ce fait plus rigoureuse que la démarche directe empruntée notamment par les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*).

Nous considérons ces deux dernières méthodes comme particulièrement rudimentaires dans le contexte des présents travaux d'évaluation en raison notamment de la diversité des éléments d'actif et de passif à prendre en compte en sus du portefeuille d'activités, comme en témoigne les développements ci-après. Nous avons donc écarté ces méthodes, sans considération de la disponibilité des données nécessaires à leur mise en œuvre.

3.2.2. Eléments pris en compte en sus de la valeur d'entreprise

CERs

Depuis 2006, la Société a bénéficié de la mise en place des « crédits d'émission certifiés » (CER – *Certified Emission Reductions*), certification donnée par le Mécanisme de Développement Propre (MDP) des Nations Unies. Plus concrètement, en réalisant des investissements limités sur deux sites de production (au Brésil et en Corée du Sud), la Société a été capable de réduire très significativement ses émissions d'équivalents de CO₂, générant du même coup un volume important de CER librement cessibles sur le marché.

La contribution annuelle des ventes de CERs à l'EBITDA du groupe s'est ainsi élevée entre 140 M€ et 180 M€ sur la période 2007-2010 (soit environ 20% à 30% du montant total de l'EBITDA) et devrait représenter des montants équivalents sur les années 2011, 2012 et 2013. Après 2013, la révision prévue du mécanisme réglementaire actuel rend très hypothétique la poursuite des ventes de CER, du moins à hauteur des montants actuels. En conséquence, le plan d'affaires de la Société suppose la quasi disparition de ces ventes (et corrélativement de leur contribution à l'EBITDA du groupe) dès la fin 2013.

Nous avons retraité le plan d'affaires de la Société de l'impact des CERs afin d'estimer séparément la valeur créée : une fraction significative de la vente de CER étant couverte par des contrats à terme, le risque pesant sur les flux générés par la vente de CERs est plus faible que le risque relatif aux flux provenant de l'activité traditionnelle de la Société. La valeur estimée des CER, qui ressort à 402 M€, a été obtenue via un modèle DCF à partir des hypothèses de flux fournies par le management de la Société sur la période 2011-2013 et sur la base d'un taux d'actualisation de 4,3%, soit le taux de rentabilité exigée sur les OCEANES dont la maturité est comparable.

Sociétés mises en équivalence, participations non consolidées et autres immobilisations financières

La valeur d'entreprise estimée ci-après via la méthode DCF et la méthode des comparaisons boursières intègre le portefeuille d'activités des entités juridiques consolidées par intégration globale. Il convient donc d'ajouter la valeur des participations consolidées par mise en équivalence ou non consolidées (respectivement 12 M€ et 24 M€ en valeur nette comptable à fin 2010), ainsi que les prêts et créances relatifs à ces participations (95 M€ à cette même date). En raison du caractère modeste des montants concernés, ces éléments ont été retenus à leur valeur comptable sans investigation additionnelle, soit un montant total de 131 M€.

Actifs détenus en vue d'être cédés (nets des passifs associés)

Sur la base des informations données par la Société, le montant pris en compte est de 102 M€. Ce montant correspond au prix de cession envisagé pour les activités Salicyliques et à la participation détenue dans *Novacap*.

Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables

Le montant des économies potentielles reconnu au bilan consolidé de la Société correspond aux seuls déficits pour lesquels le management estime la récupération probable à court ou moyen terme. Sur la base des indications données par le management sur les possibilités et le délai de récupération de ces déficits, le montant pris en compte dans l'évaluation est le montant de 80 M€ non actualisé inscrit au bilan à fin 2010.

Engagements en matière de retraite (actuels et à venir)

Au bilan consolidé 2010, la provision relative aux engagements de la Société en matière de retraite et autres avantages accordés au personnel s'élève à 1 510 M€. Ces engagements, qui concernent principalement les effectifs employés ou retraités en France et au Royaume-Unis (82%), représentent les droits acquis par les salariés à cette date. Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que ces salariés (ou ceux qui les remplaceront) acquerront dans le futur.

La valeur actuelle de ces droits futurs peut être estimée à partir du « coût des services rendus » (*service costs*). Il s'agit d'une charge opérationnelle du compte de résultat qui vient augmenter le montant de la provision comptabilisée au bilan et qui correspond à l'augmentation de la valeur actuelle de l'engagement résultant de l'ancienneté supplémentaire acquise par les salariés au cours de l'exercice considéré. Dans le cas présent, la difficulté de l'évaluation provient du fait que la majorité des régimes de retraite provisionnés par la Société sont des régimes fermés aux nouveaux entrants. Le plus important d'entre eux correspond à un régime de complémentaire retraite « IRP RP » anciennement applicable en France et fermé dans les années 70. De ce fait, le montant comptabilisé au titre du coût des services rendus (23 M€ en 2010) n'est pas normatif, car il comprend un certain montant d'engagement relatif à des plans fermés.

Afin de déterminer les engagements futurs de la Société, nous avons distingué les régimes ouverts et les régimes fermés à partir d'un relevé détaillé des régimes transmis par la Société.

- S'agissant des régimes ouverts, considérant que le nombre de salariés n'est pas amené à varier de manière significative sur le long terme, nous avons considéré comme normatif le coût des services rendus comptabilisé au compte de résultat 2010 (soit 12,4 M€ pour l'ensemble des régimes ouverts), puis identifié les coûts des services rendus relatifs à chacun des régimes, et enfin actualisé ces coûts sur un horizon infini en utilisant les taux d'actualisation utilisés par la Société en 2010 pour chacun des régimes concernés.
- S'agissant des régimes fermés, le coût des services rendus (10,5 M€ en 2010) est lié à l'acquisition de droits par des bénéficiaires encore salariés. Afin d'évaluer ces droits futurs, nous avons identifié les coûts des services rendus relatifs à chacun des régimes fermés, puis actualisé ces coûts en considérant une période d'écoulement de 10 ans et en utilisant comme précédemment les taux d'actualisation utilisés par la Société en 2010 pour chacun des régimes concernés.

Au total, la valeur estimée des droits futurs ressort à 393 M€, ce qui porte le montant total des engagements de la Société au titre des retraites et autres avantages accordé au personnel à 1 849 M€ après déduction des impôts différés actif attachés à la provision (54 M€). Afin d'éviter un double comptage, le plan d'affaires de la Société a été retraité du coût des services rendus (inclus dans l'EBITDA).

Engagements en matière d'environnement (actuels et à venir)

Les engagements en matière d'environnement identifiés à ce jour par la Société recouvrent les deux éléments suivants.

- Des engagements certains dont les montants estimés sont provisionnés dans le bilan consolidé à fin 2010, soit un montant total de 217 M€ (solde entre la provision de 271 M€ correspondant à la valeur actuelle des débours futurs et l'impact fiscal de 54 M€ mesuré par le montant des impôts différés actifs associés).
- Des engagements potentiels identifiés par la Société qui pourraient résulter de certaines évolutions légales ou réglementaires non encore certaines. A fin 2010, la Société évalue ces engagements potentiels à 197 M€ en valeur non actualisée. Nous avons ajusté cette estimation (i) en supposant un échelonnement de ces charges sur 10 ans, (ii) en reprenant les taux d'actualisation utilisés par la Société pour les zones géographiques concernées, (iii) en intégrant un impact fiscal uniquement dans les pays susceptibles de générer une base imposable suffisante, (iv) et en considérant par prudence une probabilité d'occurrence de ces engagements de 100%. Sur la base de ces hypothèses, la valeur actualisée et probabilisée de ces engagements additionnels ressort à 136 M€.

Au total, la valeur estimée des engagements de la Société en matière d'environnement ressort à 353 M€. Nous avons obtenu confirmation que le plan d'affaires n'intégrait pas de dépenses autres que celles susceptibles de résulter des deux catégories d'engagements détaillés ci-dessus. Par suite, afin d'éviter un double comptage, le plan d'affaires de la Société a été retraité de tous les éléments afférents aux engagements en matière d'environnement de façon à obtenir une valeur d'entreprise excluant l'impact de ces engagements (pris en compte séparément).

Autres provisions à caractère de dette

Les autres provisions concernent principalement des litiges en cours. Les décaissements afférents à ces provisions ont été probabilisés par le management. Par ailleurs, l'impact fiscal a été pris en compte uniquement dans le cas où la zone géographique concernée était susceptible de générer une base taxable suffisante.

OCEANES

La valeur unitaire des OCEANES prise en compte dans l'évaluation s'élève à 50,4 €. Cette valeur correspond à l'estimation obtenue au 31 décembre 2010 via le modèle théorique décrit dans la section suivante en considérant notamment comme paramètre une volatilité de l'action *Rhodia* de 35% et une valeur de l'action *Rhodia* de 23,6 € correspondant au milieu de la fourchette d'estimations (coupon 2010 détaché) données au 31 décembre 2010 par le modèle DCF (cf. *infra*).

En fait le processus mis en œuvre est itératif : à partir d'une première estimation de la valeur des OCEANES (juste valeur à fin 2010), une première estimation de la valeur des actions a été obtenue, laquelle a été intégrée dans le modèle d'évaluation des OCEANES pour obtenir une deuxième estimation de la valeur de ces titres, laquelle a été à son tour prise en compte pour l'évaluation des actions.

Obligations seniors

Une part significative du financement de la Société est assurée par des obligations seniors dont la maturité à fin 2010 est comprise entre 3 ans et 10 ans et qui procurent à leurs détenteurs un taux d'intérêt compris entre 3,75% (Euribor 3 mois + 2,75%) et 7%. La valeur comptable de ces obligations s'élève à 1 012 M€ à fin 2010. Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons pris en compte la juste valeur de ces obligations à fin 2010 telle qu'estimée dans le document de référence de la Société, soit 1 049 M€.

Autres composantes de l'endettement financier net

La dette bancaire et les actifs de trésorerie ont été pris en compte à leur valeur comptable (respectivement 429 M€ et 816 M€).

Autres éléments d'actifs et passifs pris en compte dans l'évaluation

Les autres actifs et passifs ajoutés ou retranchés de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres sont les suivants :

- impôts différés non pris en compte par ailleurs à l'exclusion de ceux afférent au goodwill affecté (valeur comptable) : - 80 M€
- instruments financiers dérivés nets (valeur comptable) : - 4 M€
- intérêts minoritaires (valeur comptable) : -20 M€
- trésorerie issue de l'exercice supposé des plans d'achat et de souscription d'actions dans la monnaie : +15 M€
- besoin de financement issu des plans d'achat d'actions non couverts par les titres autodétenus : -19 M€
- actifs liés aux investissements réalisés dans le cadre du projet *Climate Care* au Brésil et en Asie, dont les flux ne sont pas intégrés dans le plan d'affaires (valeur comptable) : +27 M€

Synthèse

Le tableau ci-après récapitule l'ensemble des éléments ajoutés ou déduits de la valeur d'entreprise pour calculer la valeur des capitaux propres de la Société. Dans la suite du présent rapport, ces éléments sont désignés « Total des actifs et passifs hors exploitation courante ».

Rhodia - Total des actifs et passifs hors exploitation courante	
	M€
+ Valeur actuelle des CER	402
- Juste Valeur de la dette financière nette	1 286
<i>dont Obligations senior</i>	1 049
<i>dont OCEANE</i>	624
<i>dont Dette bancaire</i>	429
<i>dont trésorerie et équivalent</i>	(816)
- Engagement de retraites actuels et futurs après impôt	1 849
- Engagements environnementaux probables et potentiels après impôt	353
- Autres provisions pour risque après impôt	122
- Intérêts minoritaires (valeur comptable)	20
+ Actifs destinés à la vente	75
+ Titres non consolidés et SME	131
+ Valeur des déficits fiscaux reportables	80
+ Juste valeur des instruments financiers dérivés	(4)
+ Impôts différés actifs (passifs) non pris en compte par ailleurs	(80)
+ Trésorerie issue de l'exercice des plans de stock options (achat et souscription)	15
- Besoin de financement issus des plans d'achat d'actions non couverts par l'autodétention	19
+ Investissements liés au projet Climate Care	27
Total des actifs et passifs hors exploitation courante	(3 003)

3.3. Méthode DCF

3.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Afin d'estimer les flux de trésorerie prévisionnels de l'activité, nous avons repris sans le modifier le plan d'affaires élaboré par le management de *Rhodia* selon une approche *bottom-up* impliquant les responsables des 11 Entreprises (elles-mêmes regroupées en 5 Pôles d'activité) qui définissent l'organisation opérationnelle de la Société depuis début 2011. Ce plan d'affaires couvre la période 2011-2015 et comporte deux versions intitulées « *Base Case* » et « *High Case* ». Pour les raisons indiquées plus loin, les présents travaux d'évaluation se sont appuyés exclusivement sur la version *Base Case* et n'ont repris ni le *High Case* ni l'extrapolation sur une période additionnelle de 5 ans que le management a réalisée avec ses banques conseil dans le cadre des discussions engagées avec *Solvay*.

Les flux de trésorerie pris en compte pour estimer la valeur d'entreprise sont les flux économiques à dette nulle (*free cash flows*) dont les montant ont été ajustés en fonction des choix méthodologiques décrits ci-dessus relatifs à la définition et l'évaluation des actifs et passifs hors exploitation courante. Ainsi, afin d'éviter un double comptage, les flux considérés n'intègrent pas les flux liés à trois éléments spécifiques qui ont fait l'objet d'évaluations distinctes et ont été intégrés dans les actifs et passifs hors exploitation courante. Il s'agit des flux nets résultant des ventes de CERs, des décaissements liés aux engagements en matière d'environnement, et des engagements annuels additionnels en matière de retraite (*services costs*) dont la valeur estimée a été ajoutée aux engagements existant à fin 2010. Enfin, nous avons retenu un taux d'impôt de 34%, niveau considéré par le management comme normatif sur le moyen long terme.

Dans le but d'assurer une bonne cohérence entre les flux du plan d'affaires ainsi définis et le taux d'actualisation qui sera appliqué à ces flux, il est primordial de s'interroger sur le degré d'optimisme ou de prudence du plan d'affaires. En effet, si le scénario considéré s'avère plus optimiste que le scénario « moyen » intégrant implicitement plusieurs scénarios probabilisés, il convient d'intégrer cette fraction de risque non pris en compte à ce stade dans l'évaluation soit en ajustant le taux d'actualisation à la hausse via l'ajout d'une prime de risque forfaitaire, soit en abattant les flux de trésorerie prévisionnels.

Dans le cas présent, nous sommes enclins à considérer que le scénario *Base Case* est plutôt optimiste pour deux raisons. La première tient au caractère éminemment cyclique de l'activité qui a été volontairement oublié dans la construction du plan d'affaires en raison du caractère artificiel de toute modélisation de cycles sur le futur. La seconde raison est le caractère ambitieux du plan qui prévoit non seulement une croissance organique moyenne du chiffre d'affaires d'environ 5,5%, mais également une nouvelle amélioration de la rentabilité des capitaux engagés, soit une progression d'environ 30% par rapport au niveau record atteint en 2010.

Compte tenu des caractéristiques opérationnelles de la Société en termes de structure de coûts notamment, un tel objectif n'est pas déraisonnable, mais il est loin d'être acquis d'avance car il suppose un changement radical de paradigme dans les moteurs de la croissance bénéficiaire. Comme indiqué plus haut, la croissance importante de la marge opérationnelle enregistrée depuis 2005 a principalement résulté de la conjugaison d'effets prix favorables et de réductions massives de coûts de structure. D'après le management, ces deux moteurs ne devraient plus jouer à l'avenir, si bien que la croissance bénéficiaire future doit nécessairement résulter d'une augmentation des volumes principalement ciblée sur deux Pôles d'activité du groupe (*Consumer Chemicals* et *Advanced Materials*) et fondée sur l'innovation, la croissance organique (via notamment un redéploiement géographique) et la croissance externe.

Au total, nous considérons que le *Base Case* décrit un scénario raisonnablement optimiste, ce qui explique pourquoi les présents travaux n'ont repris ni le *High Case* ni l'extrapolation effectuée sur la période 2016-2020. Afin d'intégrer cet optimisme relatif du plan d'affaires dans l'évaluation, nous avons privilégié la solution consistant à abattre les flux futurs à la solution plus abstraite consistant à intégrer une prime de risque forfaitaire additionnelle dans le taux d'actualisation. Cependant, afin de conserver la cohérence intrinsèque du plan d'affaires de la Société, nous avons fait porter la totalité de l'abattement des flux futurs sur le flux normatif et donc la valeur terminale selon des modalités décrites ci-après.

3.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur du portefeuille d'activités au terme du plan d'affaires (soit fin 2015) a été déterminée selon la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant.

- Le flux normatif de l'année 2015 a été estimé à partir de la formule suivante qui fait référence à ce taux de croissance et au niveau de ROCE jugé normatif à cet horizon :

$$\text{Flux normatif}_{2016} = \text{Capitaux employés}_{\text{début 2016}} * [\text{ROCE}_{\text{normatif}} - \text{Croissance perpétuelle}]$$

- Comme indiqué plus haut, en raison du caractère relativement optimiste du plan d'affaires, nous n'avons pas retenu le niveau de ROCE observé à l'issue du plan comme niveau « normatif » soutenable sur un horizon infini. Deux niveaux de ROCE normatif ont été considérés, définissant un scénario bas et un scénario haut. Le ROCE normatif

retenu est le ROCE enregistré en 2010 dans le scénario bas et le ROCE moyen anticipé sur la durée du plan d'affaires (2011-2015) dans le scénario haut, soit un écart limité d'environ 3 points entre les deux taux pris en compte.

- Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,0%, soit le taux d'inflation de long terme que nous semble refléter le niveau actuel des taux d'intérêt des emprunts d'état (3,7% sur les OAT 10 ans).

Au total, nous considérons que le scénario bas représente un scénario réaliste dans la mesure où il ne fait que pérenniser les performances du passé récent, tandis que le scénario haut apparaît plus risqué dans la mesure où il entérine le changement de paradigme évoqué plus haut et suppose implicitement l'absence de retournement majeur de la conjoncture économique générale.

3.3.3. Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF ; ses composantes sont les suivantes :

- taux sans risque de 3,7%, soit le rendement moyen de l'OAT 10 ans observé à la veille de l'annonce de l'Opération ;
- prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions fixée à 4,5%, soit un niveau de prime qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale ;
- coefficient bêta désendetté (ou coefficient bêta du portefeuille d'activités) de 1,1, estimé selon la méthodologie décrite ci-après.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,7%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,7\% + [1,1 * 4,5\%] = 8,7\%$$

Le coefficient bêta désendetté de 1,1 a été estimé à partir de l'échantillon de neuf sociétés comparables qui est considéré par ailleurs dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (*cf. infra*). Le coefficient bêta de l'activité de chaque société

comparable a été estimé selon une procédure en deux étapes consistant à estimer les coefficients bêtas historiques des sociétés de l'échantillon, puis à « désendetter » ces coefficients bêta de façon à éliminer l'impact de la structure financière propre à chaque société et obtenir ainsi une estimation du coefficient bêta de l'activité sous-jacente (indépendamment du mode de financement).

Le « désendettement » du coefficient bêta s'effectue par le biais d'une formule intégrant le levier financier (en valeur de marché) de la société concernée et le coefficient bêta de sa dette. Relevons à cet égard que dans la formule de désendettement la plus couramment utilisée par les évaluateurs, le coefficient bêta de la dette est supposé nul, le risque attaché à la dette étant implicitement considéré comme faible. Dans le cas d'espèce, compte tenu des leviers financiers relativement élevés des sociétés de l'échantillon qui viennent s'ajouter (ou plutôt se multiplier) à des leviers opérationnels également élevés, il nous a semblé déraisonnable de considérer une dette financière sans risque de défaut. Dès lors, sur la base des *spreads* observés sur le marché, un coefficient bêta de la dette a été fixé de façon forfaitaire pour chaque société en cohérence avec le niveau de son levier financier.

Par ailleurs, dans le contexte boursier très perturbé de l'automne 2008, les sociétés de l'échantillon ont vu leur capitalisation boursière chuter de près de 50% en l'espace d'à peine trois mois, entraînant mécaniquement une augmentation très brutale du levier financier en valeur de marché. Avec la reprise significative du marché boursier intervenue à partir d'avril 2009, c'est le mouvement inverse qui s'est produit. Compte tenu des caractéristiques du secteur en termes de structure financière précédemment évoquées, ces variations brutales des leviers financiers sur une courte période biaisent considérablement les calculs de bêtas désendettés. De façon à éviter ce biais et considérant le caractère exceptionnelle d'une crise boursière de cette ampleur, nous avons estimé les coefficients bêtas historiques des actions des sociétés comparables sur une période antérieure à l'échantillon à septembre 2008.

Les coefficients bêta historiques sont issus d'une analyse de régression dont la qualité peut être mesurée par certains coefficients statistiques (le coefficient R^2 en particulier). Nous avons choisi de ne retenir que les coefficients bêta issus de régressions qui affichent un R^2 supérieur à 15%, ce qui réduit l'échantillon à six sociétés. Les régressions ont été effectuées sur une période de 4 et 5 ans sur la base de données mensuelles et par référence à l'indice boursier national de chaque société (source des cours et indices de marché historiques : *Bloomberg*).

Le coefficient bêta de 1,1 retenu au terme de cette analyse correspond au coefficient bêta désendetté moyen de l'échantillon avec une période de référence de 4 ans (davantage de données disponibles que sur 5 ans). Ce coefficient bêta de 1,1 est enfin en ligne avec le coefficient bêta désendetté obtenu pour *Rhodia* sur la même période de référence.

3.3.4. Résultat de la méthode

Le tableau ci-après donne le résultat de la méthode DCF dans les deux scénarios bas et haut décrits plus haut. La valeur du titre *Rhodia* au 30 juin 2011, coupon 2010 détaché, ressort ainsi dans une fourchette d'estimations comprises entre 21,6 € et 28,4 €, estimations directement comparables au prix d'offre de 31,6 €.

Rhodia - Evaluation DCF à fin 2010		
M€	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur actuelle des flux 2011-2015	1 569	1 569
+ Valeur actuelle de la valeur terminale	3 673	4 365
= Valeur d'entreprise hors CER	5 243	5 934
Multiple d'EBIT 2010	11,1 x	12,5 x
Multiple d'EBIT 2011	9,6 x	10,8 x
Multiple d'EBIT 2012	8,6 x	9,8 x
+ Total des actifs (passifs) hors exploitation courante	(3 003)	(3 003)
= Valeur des capitaux propres au 31.12.2010	2 240	2 932
/ Nombre d'actions dilué	107 249 510	107 249 510
= Valeur par action au 31.12.2010, coupon 2010 attaché	20,9 €	27,3 €
Valeur de l'action au 30.06.2011 ⁽¹⁾, coupon 2010 détaché	21,6 €	28,4 €

(1) Valeur au 31.12.2010 capitalisée 6 mois sur la base d'un coût des capitaux propres de 11,9%

Les estimations au 30 juin 2011 données ci-dessus ont été obtenues en capitalisant les estimations au 31 décembre 2010 au coût des capitaux propres (soit 11,9% sur la base d'un coefficient bêta réendetté de 1,8 intégrant un levier financier de 1,2), puis en retranchant le montant du dividende qui sera versé avant le règlement-livraison de l'Offre.

Conséquence logique des caractéristiques de la Société soulignées plus haut (fort levier opérationnel conjugué à un levier financier élevé), la fourchette est particulièrement large. Elle illustre la grande sensibilité de la Valeur Intrinsèque de l'action *Rhodia* à une variation de la rentabilité des capitaux engagés résultant notamment d'une variation du résultat opérationnel.

3.4. Méthode des comparaisons boursières

3.4.1. Choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté, pour les raisons indiquées plus haut, les multiples de résultat net (PER). Nous avons également rejeté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité éventuels entre la société évaluée et les sociétés comparables. Enfin, en l'absence d'écart majeur avéré dans les politiques d'amortissement des sociétés de l'échantillon considéré ci-après, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts éventuels d'intensité capitalistique.

3.4.2. Sélection des sociétés comparables

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans une première étape, afin de capturer le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons constitué un échantillon relativement large de sociétés cotées engagées dans des activités comparables à celles de *Rhodia*. La constitution de cet échantillon s'est appuyée sur une liste de 36 sociétés cotées identifiées dans le document de référence de *Rhodia* comme concurrents significatifs sur un ou plusieurs produits/marchés. Partant de cette liste, nous avons sélectionné les sociétés qui nous semblaient les plus comparables à *Rhodia* sur la base des trois critères suivant.

- (i) Fraction du chiffre d'affaires réalisée dans des activités proches de celles de *Rhodia* : les sociétés réalisant plus de 20% de leur chiffre d'affaires dans des activités sur lesquelles *Rhodia* n'est pas présent ont été exclues.
- (ii) Fraction du chiffre d'affaires réalisée dans des pays à forte croissance : les sociétés réalisant moins du quart de leurs ventes dans des pays à fort potentiel de croissance ont été exclues.
- (iii) Taille : les deux sociétés présentant un chiffre d'affaires inférieur à 500 M€ ont été exclues.

L'échantillon ainsi constitué regroupe huit sociétés dont le mix d'activités et l'implantation géographique sont comparables à ceux de *Rhodia*. Les principales caractéristiques opérationnelles de ces sociétés sont présentées dans le tableau ci-après. Si l'on excepte *Huntsman*, société en situation de retournement, on observe que les sociétés de l'échantillon affichent un niveau de rentabilité homogène (ROCE moyen de 14,6% avec un écart-type de 3,7%). Les niveaux de marge opérationnelle (EBIT/CA) et de rotation des capitaux engagés (CA/CE) sont en revanche plus hétérogènes et attestent de mix d'activités différents. A cet égard, *Rhodia* se distingue de ses pairs avec une marge un peu inférieure à la moyenne et une rotation plus élevée des capitaux engagés en raison principalement d'un BFR deux fois inférieur à la moyenne.

Données opérationnelles des sociétés comparables									
	CA 2010			EBIT 2010		ROCE	Intensité capitalistique ⁽¹⁾		
	M€	Var.	% pays émergents	M€	% CA	2010	CA / CE	IN / CA	BFR / CA
BASF (Allemagne)	63 873	26 %	25 %	8 510	13,3 %	15,9 %	1,7	37 %	22 %
Clariant (Suisse)	5 167	8 %	50 %	490	9,5 %	18,2 %	2,9	24 %	10 %
Huntsman (USA)	6 987	20 %	40 %	332	4,7 %	5,4 %	1,7	40 %	18 %
Arkema (France)	5 905	33 %	25 %	503	8,5 %	13,0 %	2,2	32 %	13 %
Celanese (USA)	4 455	16 %	30 %	409	9,2 %	11,7 %	1,6	52 %	11 %
Eastman (USA)	4 895	32 %	30 %	687	14,0 %	16,4 %	1,7	54 %	5 %
Lanxess (Allemagne)	7 120	41 %	50 %	627	8,8 %	15,9 %	1,9	31 %	21 %
DSM (Pays-Bas)	9 050	17 %	40 %	819	9,0 %	11,2 %	2,1	37 %	11 %
Moyenne		24 %	36 %		9,6 %	13,5 %	2,0	38 %	14 %
<i>Ecart type</i>		<i>11 %</i>	<i>10 %</i>		<i>2,9 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>0,4</i>	<i>10 %</i>	<i>6 %</i>
RHODIA (hors impact des CER)		31 %	45 %		8,9 %	15,9 %	2,7	33 %	7 %

(1) IN : Immobilisations d'exploitation nettes. BFR : Besoin en fonds de roulement. CE : Capitaux employés (= IN + BFR).

Source : Bloomberg

Dans une deuxième étape, afin de capturer le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), ce premier échantillon a été affiné en ne conservant que

les sociétés présentant un profil de croissance de l'EBIT comparable à celui de *Rhodia*. Le tableau ci-dessous présente les perspectives de croissance 2011-2013 de l'EBIT des sociétés comparables.

Perspectives de croissance bénéficiaire des sociétés comparables			
M€	Variation d'EBIT		
	2011	2012	2013
BASF (Allemagne)	(6,9) %	8,0 %	nd
Clariant (Suisse)	8,3 %	14,8 %	13,1 %
<i>Huntsman (USA)</i>	<i>62,9 %</i>	<i>18,7 %</i>	<i>21,6 %</i>
Arkema (France)	17,6 %	14,1 %	6,2 %
Celanese (USA)	61,6 %	8,4 %	6,7 %
Eastman (USA)	8,3 %	7,8 %	nd
Lanxess (Allemagne)	10,2 %	11,0 %	10,7 %
DSM (Pays-Bas)	4,6 %	9,7 %	3,4 %
Moyenne (hors Huntsman)	14,8 %	10,5 %	8,0 %
<i>Ecart type</i>	<i>21,9 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>3,9 %</i>
RHODIA (hors impact des CER)	15,8 %	10,8 %	8,2 %

Source : Bloomberg - Données prévisionnelles issues du consensus au 15/4/2011

Sur cette base, *Huntsman* a été exclu de l'échantillon, la forte croissance bénéficiaire attendue sur 2011-2013 traduisant une situation de retournement opérationnel spécifique. La croissance moyenne attendue sur les sept sociétés finalement retenues est très comparable à celle anticipée sur *Rhodia* dans le scénario *Base Case* considéré plus haut dans le cadre de la méthode DCF. De plus, à l'exception de l'année 2011 où les situations sont encore contrastées d'une société à l'autre suite à la crise de 2009-2010, les croissances attendues pour 2012 et 2013 sont relativement homogènes au sein de l'échantillon, comme attesté par le faible niveau des écarts-types.

Le tableau ci-dessous présente les multiples d'EBIT 2011, 2012 et 2013 des sociétés de l'échantillon.

Multiples d'EBIT de l'échantillon de sociétés comparables						
M€	Capitalisation	Dette nette	Valeur	EV/EBIT		
	boursière ⁽¹⁾	ajustée ⁽²⁾	d'entreprise	2011	2012	2013
BASF (Allemagne)	58 051	7 675	65 726	11,6 x	10,7 x	nd
Clariant (Suisse)	2 933	1 382	4 315	7,3 x	6,4 x	5,6 x
<i>Huntsman (USA)</i>	<i>3 197</i>	<i>981</i>	<i>4 178</i>	<i>7,9 x</i>	<i>6,6 x</i>	<i>5,4 x</i>
Arkema (France)	4 140	1 507	5 647	9,5 x	8,4 x	7,9 x
Celanese (USA)	4 795	2 035	6 830	10,6 x	9,8 x	9,2 x
Eastman (USA)	4 739	1 925	6 664	9,3 x	8,6 x	nd
Lanxess (Allemagne)	4 616	1 965	6 581	9,5 x	8,6 x	7,7 x
DSM (Pays-Bas)	7 798	1 405	9 203	10,7 x	9,8 x	9,5 x
Moyenne (hors Huntsman)				9,8 x	8,9 x	8,0 x
<i>Ecart type</i>				<i>1,4 x</i>	<i>1,4 x</i>	<i>1,5 x</i>

(1) Capitalisation boursière au 14/04/2011

(2) Dette nette ajustée des intérêts minoritaires, des provisions pour retraites et des provisions pour environnement

Source : Bloomberg

3.4.3. Résultats de la méthode

Sur la base des multiples moyens présentés ci-dessus calculés sur la base des cours de bourse au 14 avril 2011, la valeur des actions *Rhodia* coupon 2010 détaché s'établit dans une fourchette d'estimations comprises entre 20,4 € et 21,9€.

A titre d'information uniquement, l'utilisation des multiples d'EBITDA moyens de l'échantillon aboutit à une fourchette d'estimations légèrement supérieures, comprises entre 22,0 € et 24,9 €.

3.5. Méthode des transactions comparables

3.5.1. Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

3.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches sont couramment envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions très récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Dans le cas d'espèce, étant donné le faible nombre de transactions dans le domaine de la chimie sur la période récente (post crise économique de 2008) et le caractère cyclique de l'activité, nous avons opté pour la seconde approche. A partir d'une liste très large de transactions intervenues entre les années 2005 et 2011 dans le domaine de la chimie, nous avons défini un échantillon restreint sur la base des quatre critères suivants :

- valeur d'entreprise : nous avons retenu les transactions supérieures à 500 M€ ;
- activité de la société cible : nous avons exclu les sociétés fabricant des produits différents de ceux de *Rhodia* ou des produits très spécialisés ;
- implantation géographique : pour des raisons de fiabilité de l'information, nous avons privilégié les transactions intervenues sur des marchés matures (Europe, Amérique du Nord) ;
- spécificités des transactions : sur la base de nos discussions avec les banques conseil de la Société, nous avons exclu certaines transactions en raison de leur caractère singulier.

L'échantillon ainsi obtenu se compose de 13 transactions dont 11 d'entre elles présentent des données suffisantes pour calculer des multiples d'EBITDA ou d'EBIT. Le tableau ci-après présente l'échantillon retenu.

Rhodia - Transactions comparables 2005-2011							
M€	Cible	Acquéreur	Montant de la transaction	Valeur d'entreprise	CA	Multiple d'EBITDA	Multiple d'EBIT
18/03/2011*	Lubrizon	Berkshire Hathaway	6 929	6 929	3 869	7,7 x	8,9 x
16/02/2011*	Süd-Chemie	Clariant	1 948	2 000	1 225	9,7 x	14,3 x
10/12/2010	Cognis	BASF	2 408	2 408	2 584	7,5 x	12,3 x
28/05/2009	Lucite	Mitsubishi Rayon	1 278	1 278	1 156	9,1 x	15,5 x
09/04/2009	Ciba	BASF	3 142	3 511	3 937	7,4 x	13,4 x
01/04/2009	Rohm And Haas	Dow Chemical	11 506	11 506	6 097	12,2 x	20,6 x
19/12/2008	Altana	Skion	911	1 970	1 380	7,9 x	11,8 x
13/11/2008	Hercules Inc.	Ashland	2 083	2 643	1 709	nd	14,4 x
30/01/2008	Kerling	Ineos Capital	673	673	841	na	na
20/12/2007	Lyondell	Basell	13 474	13 474	16 841	9,9 x	17,4 x
01/09/2006	Uniqema	Croda International	534	534	na	ns	ns
22/12/2005	Perstop (Sydsv. Kemi)	PAI Partners	1 000	1 000	725	8,2 x	18,2 x
14/06/2005	Vita Group	Texas Pacific Group	1 005	1 005	1 355	8,0 x	16,3 x
Médiane						8,1 x	14,4 x
Moyenne						8,8 x	14,8 x
<i>Ecart Type</i>						<i>1,5 x</i>	<i>3,3 x</i>

(*) Date d'annonce

Source : MergerMarket, Zephyr

Pour les raisons exposées plus haut, nous considérons que les multiples d'EBIT sont *a priori* les plus pertinents. Néanmoins, à la différence des EBITDA, les EBIT communiqués par les sociétés intègrent sans doute fréquemment, pour des montants généralement impossible à identifier, des éléments de nature exceptionnelle (dépréciation d'écart d'acquisition, coûts de restructuration, etc.). Cela se traduit par des multiples d'EBIT plus hétérogènes que les multiples d'EBITDA comme attesté par le niveau des écarts types. Nous présentons par la suite les estimations issues de l'application des deux catégories de multiples.

3.5.3. Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables se heurte comme souvent à la faiblesse de l'information disponible, en particulier sur les perspectives de croissance bénéficiaire des cibles. De ce fait, la pertinence de l'échantillon ne peut être garantie. De même, les écarts de multiples parfois importants observés d'une transaction à l'autre restent souvent inexpliqués ; un multiple de transaction élevé peut en effet avoir des causes diverses : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs.

Surtout, en raison même des primes de contrôle payées par les acquéreurs au titre des synergies attendues, la méthode fournit nécessairement une estimation biaisée vers le haut de la Valeur Intrinsèque du titre *Rhodia* (sauf à retraiter les multiples observés de l'impact des synergies, ce que l'information disponible ne rend guère possible). Cette présomption est confortée par les résultats donnés par l'utilisation des multiples d'EBIT et d'EBITDA médians de l'échantillon (14,4x et 8,1x respectivement) : les estimations du titre *Rhodia* coupon 2010 détaché ressortent à 35,2 € par action sur la base du multiple d'EBIT et 28,1 € sur la base du multiple d'EBITDA, soit des niveaux nettement supérieurs aux estimations données par les autres méthodes. Pour les raisons exposées ci-dessus, nous sommes réservés sur la pertinence de ces résultats.

4. Evaluation des OCEANES

4.1. Références d'évaluation disponibles

4.1.1. Cours de bourse

Comme on l'a montré plus haut, le marché de l'OCEANE est relativement liquide avec des échanges aussi bien sur le marché organisé que sur les marchés OTC. Pour cette raison, nous considérons que le cours des OCEANES à la veille du lancement de l'Offre constitue une référence d'évaluation pertinente des OCEANES.

Au cours des mois précédents l'Offre, comme indiqué par le tableau ci-après, le cours des OCEANES a oscillé entre 48 € et 50 €.

Prime induite par le prix d'offre de 52,30€ par rapport au cours des OCEANE		
€ par OCEANE	Cours moyen (*)	Prime induite
01/04/2011	49,7	5,2 %
Dernier mois	49,4	5,8 %
3 derniers mois	49,3	6,1 %
6 derniers mois	48,9	6,9 %
12 derniers mois	43,0	21,7 %
Plus haut 1 an	50,0	4,6 %
Plus bas 1 an	25,5	105,1 %

** Cours moyen pondéré par les volumes quotidiens échangés*

Source : Euronext

Le prix d'offre fait ainsi ressortir une prime comprise entre 6,9% et 5,2% selon la référence de cours retenue sur la période de six mois précédant l'annonce de l'Offre.

4.1.2. Prix de Remboursement Anticipé

Aux termes du contrat d'émission, en cas de remboursement (à l'échéance ou à une date antérieure si certaines conditions sont réunies), le porteur d'OCEANES qui détiendrait ces titres depuis leur date d'émission est assuré d'un rendement actuariel annuel de 2,35%. Cette garantie est rendue possible par l'ajustement du prix de remboursement : fixé à 54,46 € à l'échéance des OCEANES, le 1^{er} janvier 2014, ce prix de remboursement garanti (ou « Prix de Remboursement Anticipé ») augmente tout au long de la durée de vie de l'OCEANE pour atteindre son niveau maximum à la date d'échéance.

Dans le contexte de l'Offre, le Prix de Remboursement Anticipé constitue à l'évidence une donnée importante pour le porteur d'OCEANES, car le changement de contrôle de l'émetteur est l'une des conditions lui permettant de demander le remboursement anticipé de ses titres. Autrement dit, dans la mesure où il postule logiquement le succès de l'offre lancée sur les actions, l'Initiateur désireux d'acquérir également des OCEANES ne peut proposer moins aux porteurs de cette catégorie de titres que le Prix de Remboursement Garanti. En effet, dans le cas où le prix offert serait inférieur au Prix de Remboursement Anticipé, les porteurs

d'OCEANES conserveraient leurs titres pour demander à l'issue de l'Offre (dont ils postulent le succès) le remboursement anticipé de leurs titres. Pour cette raison et parce que le nombre d'OCEANES présenté à l'offre impacte positivement le seuil de succès de l'Offre, l'Initiateur a logiquement fixé le prix proposé aux porteurs d'OCEANE à un niveau légèrement supérieur au Prix de Remboursement Anticipé.

En effet, comme indiqué plus haut, en supposant le règlement-livraison de l'Offre au 1^{er} septembre 2011, le Prix de Remboursement Anticipé s'élève à 52,28 € et extériorise donc une prime de deux centimes par rapport au prix d'offre de 52,30 €. Relevons à cet égard que la prime serait un peu supérieure dans le cas où le règlement livraison de l'Offre interviendrait avant le 1^{er} septembre 2011, étant précisé que, dans le cas où le règlement-livraison interviendrait à une date ultérieure, le prix d'offre serait automatiquement capitalisé au taux de 2,35% sur la période additionnelle.

Pour autant, le Prix de Remboursement Anticipé ne constitue pas en tant que tel une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de l'OCEANE. En effet, sauf occurrence d'événements exceptionnels parmi lesquels le changement de contrôle de l'émetteur, le détenteur des OCEANES ne peut forcer le remboursement des OCEANE à ce prix. En l'absence d'événements exceptionnels, le rendement actuariel garanti de 2,35% ne peut être obtenu par le porteur d'OCEANES que s'il conserve ses titres jusqu'à l'échéance normale du 1^{er} janvier 2014. Cet élément est pris en compte dans le cours de bourse des OCEANES et est intégré plus loin dans le modèle théorique d'évaluation des OCEANES.

4.1.1. Prix de Conversion des OCEANES

Le Prix de Conversion de l'OCEANE mesure la contrepartie obtenue par le porteur d'OCEANES dans l'hypothèse où il décide de convertir ses titres en actions de la Société. Ce Prix de Conversion est égal au ratio d'attribution multiplié par le prix de l'action à la date de conversion. Sur la base du dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre (21,1 €), il s'élève à 21,9 € ($1,04 \times 21,1$). En raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis la date d'émission des OCEANES, ce prix de conversion ne constitue pas une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de l'OCEANE.

Par ailleurs, en cas d'offre publique susceptible d'entraîner le changement de contrôle de la Société, le ratio d'attribution fait l'objet d'un ajustement à la hausse. Comme nous l'avons montré plus haut, ce mécanisme assure aux porteurs d'OCEANES, en cas d'évolution favorable du cours de l'action depuis l'émission des OCEANES, de conserver une prime de conversion significative. Le coefficient d'ajustement du ratio d'attribution dépend de deux facteurs : la prime d'émission des OCEANES (42%) et le délai restant à courir jusqu'à la maturité des OCEANES. En supposant l'ouverture de l'Offre le 16 juin 2011, il reste 930 jours à courir jusqu'à la maturité de l'OCEANE (sur une durée de vie totale des OCEANES de 2 441 jours). Sur cette base, le ratio d'attribution serait porté à 1,21.

Sur la base de ce ratio et du prix offert pour l'action (31,60 €), chaque OCEANE permet donc d'obtenir une contrevaletur en actions de 38,24€. Ce prix de conversion est certes supérieur à celui qui prévalait à la veille de l'Offre (21,9 €), mais en raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis la date d'émission des OCEANES, il reste bien inférieur au Prix de Remboursement si bien que, à la différence du Prix de Remboursement Anticipé, il ne constitue pas une référence de valeur pertinente pour le porteur d'OCEANES dans le contexte de l'Offre.

4.2. Estimation de la valeur théorique des OCEANES

Nous avons estimé la Valeur Intrinsèque des OCEANES au 30 juin 2011 en décomposant l'obligation en deux éléments :

- la valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE) a été estimée sur la base d'une approche actuarielle traditionnelle ;
- la valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE) a été estimée en utilisant un modèle d'évaluation binomiale adapté pour tenir compte des caractéristiques de l'OCEANE.

S'agissant de la valeur nue des obligations, celle-ci repose entièrement sur deux paramètres.

- Taux sans risque : 2,08%.
Le taux sans risque retenu est fondé sur les taux de rendement offerts par les OAT au 1er avril 2011.
- Coût du risque emprunteur (*spread*) à appliquer à l'OCEANE : 2,25%.
Ce taux a été estimé sur la base des taux observés sur les obligations émises par la Société au 1^{er} avril 2011.

S'agissant de la valeur de la prime de conversion optionnelle, nous avons retenu les paramètres additionnels suivants.

- Valeur du sous-jacent de l'option (i.e. l'action Rhodia) : 24,9 €.
La valeur retenue correspond au milieu de la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF, soit 21,5 € - 28,4 €. Nous avons également réalisé différentes simulations sur la base (i) du prix d'offre (31,6 € coupon détaché), (ii) du cours boursier du 1er avril 2011 (21,07 €), dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre, (iii) du cours moyen observé sur les 20 derniers cours de bourse précédant et incluant la date du 1er avril 2011 (20,16 €).
- Coût du refinancement (*repo rate*) : 0,40%.
Le coût de refinancement retenu correspond au bas des fourchettes d'estimations généralement retenues en la matière (entre 0,20% et 2,50%).
- Volatilité anticipée du sous-jacent : 35%.
La volatilité attendue à long terme par les investisseurs sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future. Toutefois, deux approches (historique et implicite) peuvent être envisagées pour estimer ce paramètre, sans qu'aucune de ces deux approches ne soit pleinement satisfaisante. Dans le cas présent, la mise en œuvre de ces deux approches débouche sur une estimation de volatilité de 35%.
Relevons cependant, qu'en cas de succès de l'Offre, il est probable que la volatilité de l'action diminue sans qu'il soit possible de déterminer l'ampleur de cette baisse. En effet, une des conséquences de l'Offre est que le transfert du contrôle va être réalisé au profit de Solvay. Dès lors, la volatilité engendrée par la possibilité d'un changement de contrôle va très fortement diminuer. Par ailleurs, la réduction du flottant consécutive en cas de succès de l'Offre va diminuer l'intérêt des investisseurs financiers pour l'action, engendrant également une moindre volatilité. Dans le cadre de nos estimations, nous avons donc retenu, dans le cas particulier où le prix d'offre est retenu comme valeur du sous-jacent, une estimation de la volatilité future de l'action de 30% seulement.
- Maturité : 1^{er} janvier 2014

Sur la base des hypothèses précédentes, la Valeur Intrinsèque des OCEANES ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 50,2 € et 50,9 € en fonction du niveau de cours retenu comme le montre le tableau suivant. Si l'on retient le prix d'offre de l'action comme

estimation de la valeur du sous-jacent, avec une volatilité future de 30%, la Valeur Intrinsèque de l'OCEANE ressort alors à 51,9 €.

Valeur Intrinsèque des OCEANes en fonction du cours de l'action retenu				
en €	Cours spot au 01/04/2011	Moyenne des 20 derniers cours au 01/04/2011	Valeur Intrinsèque estimée	Prix d'offre (coupon détaché)
Cours de l'action	21,07	20,16	24,90	31,60
Valeur unitaire de l'OCEANE au 30 juin 2011	50,3	50,2	50,9	51,9

Cette fourchette d'estimation est peu sensible au niveau de volatilité retenu ; à titre d'illustration, avec une volatilité moindre égale à 30%, la fourchette d'estimations s'établit entre 49,9 € et 50,4 €.

5. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre fournis par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation de l'Offre fournis par Morgan Stanley, banque conseil de l'Initiateur, dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 6 avril 2011. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

5.1. Evaluation des actions ordinaires

5.1.1. Méthodologie d'évaluation

En termes de méthodologie d'évaluation, la Banque a adopté une approche multicritères et retient dans ce cadre la référence d'évaluation constituée par les cours de bourse historiques et les estimations issues des trois méthodes d'évaluation que nous avons également mises en œuvre (méthode DCF, méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables). La démarche d'évaluation est donc similaire à celle que nous avons conduite avec néanmoins une différence qui réside dans l'appréciation négative que nous portons sur la pertinence des estimations données par la méthode des transactions comparables pour les raisons exposées plus haut.

Il existe par ailleurs des différences dans les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF et de la méthode des comparaisons boursières. Les commentaires qui suivent en donnent un bref aperçu.

5.1.2. Méthode DCF

La Banque n'a pas eu accès au plan d'affaires du management. Dès lors, elle a construit un premier jeu de prévisions à partir d'un consensus de notes d'analystes publiées entre le 23 février 2011 (date d'annonce des résultats 2010) et le 30 mars 2011. Comme l'horizon des analystes dépasse rarement trois ans (y compris l'exercice en cours), ces prévisions ne couvraient que la période 2011-2013, ce qui a conduit la Banque à les extrapoler sur une période additionnelle de 2 ans à partir de quelques hypothèses clés (croissance du chiffre d'affaires, marge d'EBITDA, investissements et niveau de BFR).

Dans ces conditions, il n'est guère possible de comparer les travaux d'évaluation effectués par la Banque dans le cadre de la méthode DCF avec ceux que nous avons-nous-mêmes réalisés dans le cadre de cette même méthode. Tout au plus, pouvons-nous remarquer que le taux d'actualisation retenu par la Banque (WACC de 8,5%) est proche de celui que nous avons utilisé (coût d'opportunité du capital de 8,7%).

Au total, la fourchette d'estimations affichée par la Banque (16,6 € - 32,8 €) est plus large que la nôtre (21,6 € – 28,4 €), ce qui s'explique principalement par l'écart significatif (1 point) entre les deux taux de croissance perpétuelle considérés par la Banque. L'impact très significatif de ce paramètre sur la valeur du titre *Rhodia* est la conséquence logique des niveaux élevés de la rentabilité anticipée du portefeuille d'activités et du levier financier de la Société.

5.1.3. Méthodes des comparaisons boursières

La Banque retient un échantillon de 6 sociétés comparables qui recoupe totalement notre propre échantillon de 7 sociétés. A la différence de la Banque, nous avons inclus *BASF* dans notre échantillon, considérant que l'écart de taille (certes significatif avec *Rhodia*) n'était pas susceptible de générer un biais dans les multiples en raison même de la taille déjà significative de *Rhodia*.

A l'instar de la Banque, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires et de résultat net (PER). En revanche, la Banque privilégie les multiples d'EBITDA au multiple d'EBIT, tandis que nous préférons utiliser les multiples d'EBIT pour les raisons détaillées plus haut.

Les années de référence considérées par la Banque pour le calcul des multiples sont les années 2010 et 2011. Considérant que les résultats opérationnels enregistrés en 2010 par les sociétés de l'échantillon sont souvent très affectés par la crise ou plutôt par le rebond ultérieur, nous avons exclu les multiples 2010 et privilégié les multiples prospectifs assis sur les résultats anticipés pour les exercices 2011, 2012 et 2013).

Au total, la Banque obtient une fourchette d'estimations comprises entre 19,5€ et 20,0 € par action, peu différente de celle que nous avons obtenue sur la base des multiples d'EBIT (20,4 € - 21,8 €).

5.1.4. Méthodes des transactions comparables

L'échantillon de transactions retenues par la Banque, qui comprend 7 transactions réalisées entre octobre 2005 et mars 2011, recouvre totalement notre échantillon qui comprend 6 transactions de plus.

D'un point de vue méthodologique, la Banque exprime des précautions d'usage qui rejoint assez largement les réserves que nous avons émises sur la pertinence de la méthode pour estimer la Valeur Intrinsèque du titre *Rhodia*. Par ailleurs, la Banque privilégie le multiple d'EBITDA, tandis que nous avons choisi d'examiner, pour les raisons évoquées plus haut, les multiples d'EBITDA et les multiples d'EBIT.

Au total, la Banque obtient une estimation de 26,4 €, fondée sur le multiple d'EBITDA médian de son échantillon (7,8x). Sans surprise, compte tenu de la similitude des échantillons considérés, ce résultat est proche de l'estimation de 28,1 € que nous obtenons sur la base du multiple d'EBITDA médian de notre échantillon (8,1x), mais nettement inférieure à l'estimation de 35,2 € que nous obtenons sur la base du multiple d'EBIT médian (14,4x),

5.2. Evaluation des OCEANES

5.2.1. Méthodologie d'évaluation

La méthodologie d'évaluation adoptée par la Banque est similaire à celle que nous avons mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque des OCEANES. La preuve en est que si nous intégrons dans notre propre modèle des paramètres identiques à ceux retenus par la Banque, nous obtenons des résultats très proches de ceux obtenus par la Banque. Ainsi, pour un cours de l'action de 21,07 € (25,73 €), la valeur unitaire de l'OCEANE ressort à 49,76 € (50,84 €) contre 49,52 € (50,42 €) pour la Banque.

5.2.2. Paramètres d'évaluation

La Banque a évalué les OCEANES en date du 1^{er} avril 2011, alors que nous avons considéré pour cette évaluation la date du 30 juin 2011, soit la même date que celle retenue pour l'évaluation des actions dans le cadre de la méthode DCF. Ce premier élément justifie une partie des écarts observés entre nos estimations et celles de la Banque. Par rapport à la Banque, nous réduisons donc la durée de vie résiduelle de l'OCEANE, ce qui a pour effet mécanique de diminuer la valeur de sa composante optionnelle (la valeur temps de l'option diminue) et d'augmenter la valeur nue de sa composante obligataire.

Le choix des paramètres d'évaluation proprement dits appelle par ailleurs les commentaires suivants.

- Nous avons retenu un taux sans risque fondé sur les OAT de l'Etat français plutôt que la courbe des taux swap comme le fait la Banque, en retenant une maturité identique à celle de l'OCEANE. Ce choix conduit, toutes choses égales par ailleurs, à retenir un taux sans risque légèrement plus faible ;
- Notre estimation de la volatilité future est de 35%, proche de celle retenue par la Banque. Notons à cet égard que, dans le cas où la valeur du sous-jacent intégrée dans le modèle d'évaluation est égal au prix d'offre de l'action, nous avons retenu une volatilité plus faible (30%) sur la base des arguments développés plus haut.

Au total, la Banque obtient une fourchette d'estimations des OCEANES comprises entre 49,5 € et 50,4 €, soit une fourchette très proche de la nôtre (50,2 € - 50,9 €).

6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions de l'Offre

Le groupe *Solvay* a déposé le 6 avril 2011 un projet d'offre publique d'achat amicale sur la totalité des actions ordinaires (en ce compris les ADSs) et sur la totalité des OCEANES émises par *Rhodia*. S'agissant d'une offre portant sur deux catégories de titres distinctes, le conseil d'administration de *Rhodia* nous a mandatés, conformément à la réglementation boursière, aux fins de s'assurer du caractère équitable des prix proposés aux actionnaires (soit 31,60 € par action, coupon 2010 de 0,50 € détaché) et aux porteurs d'OCEANES (soit 52,30 € par OCEANE).

Dans le cadre de l'Offre, le respect de l'équité des conditions financières proposées repose à notre avis sur les deux conditions suivantes :

- (i) les prix proposés par l'Initiateur intègrent correctement la Valeur Intrinsèque des actions et des OCEANES, c'est-à-dire la valeur de marché de ces titres à la veille de l'Offre ;
- (ii) ces prix ne traduisent pas d'inégalité de traitement entre les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Afin d'examiner ces deux conditions, nous avons tout d'abord observé que le prix d'offre proposé aux porteurs d'OCEANES est très légèrement supérieur au Prix de Remboursement Anticipé et respecte de ce fait les dispositions spécifiques prévues dans le contrat d'émission des OCEANES en cas d'offre publique susceptible d'entraîner un changement de contrôle. A cet égard, nous avons souligné que, en raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis l'émission des OCEANES, la référence donnée par le Prix de Remboursement Anticipé s'avérerait autrement plus favorable pour le porteur d'OCEANE que la référence donnée par le Prix de Conversion, même après l'ajustement du ratio d'attribution prévu en cas d'offre publique.

Par ailleurs, nous avons observé que les prix d'offre proposés extériorisaient, tant pour l'action que pour l'OCEANE, une prime significative par rapport à la Valeur Intrinsèque telle qu'estimée via une évaluation multicritères. Pour l'action, cette prime s'élève à 47% ou 11% selon que l'on considère le bas ou le haut de la fourchette d'estimations donnée par la méthode DCF (considérée en l'espèce comme la méthode la plus pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque) ; pour l'OCEANE, cette prime atteint respectivement à 4%, 3% et 1% selon que l'on intègre dans le modèle d'évaluation théorique des OCEANES une valeur de l'action égale au dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre, le milieu de la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF ou le prix d'offre proposé par l'Initiateur.

En conclusion, sur la base de ce qui précède et dans le contexte de l'Offre, nous considérons que les conditions de cette Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre puisque (i) le prix offert aux porteurs d'OCEANes est parfaitement conforme aux dispositions du contrat d'émission applicables en pareilles circonstances et (ii) les prix proposés aux deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre sont supérieurs à la Valeur Intrinsèque de ces titres.

Paris, le 29 avril 2011

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson