

PROJET DE NOTE

PRESENTEE PAR LA SOCIETE

EFRONT

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

INITIEE PAR

EFR HOLDINGS SAS

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

EFRONT

PRESENTEE PAR

CM=CIC Securities

AVIS IMPORTANT

En application des articles 261-1 I et II et suivants du règlement général de l'AMF, l'avis du cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) le 10 octobre 2011, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

Le projet d'offre publique d'achat simplifiée et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de eFront (www.efront.com) et peut être obtenu sans frais auprès de : eFront – 2/4 rue Louis David – 75116 Paris.

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 eFront seront déposées auprès de l'AMF. Ces informations feront l'objet d'un document spécifique établi par eFront et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les modalités indiquées ci-dessus.

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

SOMMAIRE

1	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	DESCRIPTION DE L'OFFRE	4
1.2	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
1.3	DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS	16
2	AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
3	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE DU 6 OCTOBRE 2011	37
4	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE.....	39
5	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	39
5.1	STRUCTURE DU CAPITAL	39
5.2	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION.....	39
5.3	RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS	40
5.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	40
5.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	40
5.6	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	40
5.7	LES REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES ADMINISTRATEURS AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE	41
5.8	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS	41
5.9	ACCORDS/CONTRATS/PROTOCOLES ENTRE LA SOCIETE ET LES ADMINISTRATEURS OU AUTRES MANDATAIRES SOCIAUX.....	42
5.10	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES ADMINISTRATEURS OU LES SALARIES S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	43
5.11	AUTRES INFORMATIONS	43
6	INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS	43
7	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	44

1.1 DESCRIPTION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-2 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** »), la société EFR Holdings SAS, société par actions simplifiée au capital de 1.000 euros dont le siège social est au 102, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 534 478 938 (l'« **Initiateur** » ou « **EFR Holdings** »), agissant de concert avec, d'une part, Messieurs Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin en vertu d'un accord de droit français intitulé « **Investment Agreement** » conclu le 23 septembre 2011 et, d'autre part, Messieurs Eric Bernstein et Stuart Keeler ainsi que Madame Béatrice Vachonfrance en vertu d'accords de droit français conclus par chacun d'entre eux avec l'Initiateur intitulés « **Share Purchase Agreement** » le 23 septembre 2011 (l'ensemble des personnes énumérées ci-dessus étant désignées ci-après les « **Concertistes** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de eFront, société anonyme au capital de 459.720,15 euros dont le siège social est sis 2/4 rue Louis David – 75116 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 403 913 700 (la « **Société** » ou « **eFront** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext (Paris) de NYSE Euronext, sous le code ISIN FR0010406777, d'acquérir la totalité de leurs actions eFront au prix unitaire de dix huit (18) euros dans les conditions ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur détient à ce jour 2.273.793 actions représentant 74,19% du capital et des droits de vote de la Société, et les Concertistes détiennent 2.650.959 actions représentant 86,50% du capital et des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, l'Initiateur bénéficie d'engagements d'apports et de cession, décrits plus précisément aux paragraphes 1.2.2.1 à 1.2.2.3 ci-dessous, lui permettant de porter sa participation dans la Société à 3.241.319 actions, représentant 85,11% du capital et des droits de vote de la Société sur une base pleinement diluée.

CM-CIC Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre, dont la note d'information, auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 3 octobre 2011. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 1 du règlement général de l'AMF, CM-CIC Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions eFront non détenues directement ou indirectement par les Concertistes soit, à la date de dépôt des présentes 413.842 actions de la Société représentant 13,50% de son capital et de ses droits de vote, ainsi que sur les actions de la Société qui résulteraient de l'exercice par leurs titulaires d'Options ou de BSPCE (tels que ces termes sont définis ci-après) de la Société et susceptibles d'être exercés jusqu'à la date de clôture de l'Offre, à

l'exclusion des Options et BSPCE détenus par les Concertistes, soit un maximum de 107.416 actions supplémentaires.

La durée de l'Offre sera de [15] jours de négociation.

En application, d'une part, de l'article 235-4 et, d'autre part, de l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF, EFR Holdings se réserve la faculté de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les actions non présentées par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote, moyennant indemnisation de ces derniers.

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

Il est précisé que dans le cas visé au paragraphe ci-dessus, la procédure d'offre publique de retrait et de retrait obligatoire sera soumise au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celle-ci au vu notamment de l'évaluation des titres de la Société fournie par l'Initiateur et du rapport de l'expert indépendant désigné par la Société dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, le cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, a été désigné par la Société le 23 août 2011 en qualité d'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

1.2 CONTEXTE DE L'OFFRE

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

La Société est une société anonyme dont le capital au 22 septembre 2011, c'est-à-dire préalablement à la réalisation des opérations décrites ci-dessous à la section 1.2.2 ci-après, s'élevait à 459.720,15 euros, divisé en 3.064.801 actions d'une valeur nominale de 15 centimes d'euro chacune. A cette même date, le nombre total de droits de vote s'établissait à 3.064.801, étant précisé qu'il n'existe pas de droits de vote double.

Plus précisément, le capital et les droits de vote de la Société au 22 septembre 2011 étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote	% actions et droits de vote
FCPI Poste Innovation 4 (*)	102 572	3,35%
UFF Innovation FCPI (*)	232 980	7,60%
FCPR CDC Innovation 2000 (*)	484 982	15,82%
Boursinnovation (**)	122 620	4,00%
Capital Proximité (**)	15 534	0,51%
Boursinnovation 2 (**)	97 967	3,20%
UFF Innovation 6 (**)	198 754	6,49%
Odyssée Innovation (**)	20 026	0,65%
Capital Proximité 2 (**)	8 100	0,26%
Cap Innovation 2007 (**)	101 647	3,32%
Odyssée Innovation 2 (**)	4 917	0,16%
Boursinnovation 3 (**)	24 610	0,80%
IBIM 2 Ltd	521 256	17,01%
RRA Vendôme	248 649	8,11%
OTC Entreprises 1 (***)	25 180	0,82%
OTC Entreprises 2 (***)	37 820	1,23%
OTC Chorus 2 (***)	26 179	0,85%
Olivier Dellenbach	301 366	9,83%
Matthieu Plessis	5 900	0,19%
Béatrice Vachonfrance	19 900	0,65%
Tarek Chouman	50 000	1,63%
Autres personnes physiques détenant moins de 0,5% du capital	14 637	0,48%
Public	399 205	13,03%
Total	3 064 801	100%

(*) Les fonds Poste Innovation 4, FCPI UFF Innovation et FCPR CDC Innovation 2000 sont ci-après désignés collectivement « **CDC Innovation** ».

(**) Les fonds Boursinnovation, Capital Proximité, Boursinnovation 2, UFF Innovation 6, Odyssée Innovation, Capital Proximité 2, Cap Innovation 2007, Odyssée Innovation 2, Boursinnovation 3 sont ci-après désignés collectivement « **Odyssée Venture** ».

(***) Les fonds OTC Entreprises 1, OTC Entreprises 2 et OTC Chorus 2 sont ci-après désignés collectivement « **OTC** ».

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

En outre, un total de 743.388 bons de souscription de part de créateur d'entreprise (« **BSPCE** ») et options de souscription d'actions (« **Options** ») de la Société (qui se répartissent entre 579.812 BSPCE et 163.576 Options), exerçables selon les modalités et périodes prévues dans les plans qui leur sont applicables, donnant chacun droit, immédiatement ou à terme, à la souscription d'une action, ont été attribués aux dirigeants et salariés du groupe dans les proportions indiquées dans le tableau ci-dessous.

Il est précisé que seuls 5.612 BSPCE sont susceptibles d'être exercés postérieurement à la clôture de l'Offre.

OPTIONS / BSPCE		
Titulaires	Nombre d'Options et de BSPCE (correspondant au nombre d'actions en résultant)	%
Olivier Dellenbach (PDG)	296 124 BSPCE	39,83%
Matthieu Plessis	86 916 BSPCE	11,69%
Béatrice Vachonfrance	62 860 BSPCE	8,46%
Eric Bernstein	60 000 Options	8,07%
Stuart Keeler	45 060 Options	6,06%
Tarek Chouman	34 100 Options	4,59%
Thomas Nokin	25 300 BSPCE	3,40%
Gildas Mathurin	20 000 BSPCE	2,69%
Total détenu par les Concertistes	630 360 (491 200 BSPCE + 139 160 Options)	84,80%
Autres bénéficiaires	107 416 (83 000 BSPCE + 24 416 Options) susceptibles d'être exercés jusqu'à la clôture de l'Offre, 5 612 (5612 BSPCE) susceptibles d'être exercés postérieurement à la clôture de l'Offre	15,20%
Sous - Total	743 388	100%

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

1.2.2 Acquisition d'actions - Engagements de cession et d'apport en nature d'actions - Pacte d'actionnaires entre certains des Concertistes

L'initiateur a acquis le Bloc de Contrôle (au sens donné à ce terme à la section 1.2.2.1. ci-dessous) le 23 septembre 2011, ainsi qu'il est précisé dans la section 1.2.2.1 ci-dessous.

Un tableau récapitulatif des différentes opérations d'apport et de cession des actions eFront à l'Initiateur, telles que décrites aux sections 1.2.2.2 et 1.2.2.3 ci-après, figure à la section 1.2.2.4.

1.2.2.1 Acquisition d'actions au titre du contrat de cession principal

EFR Holdings a conclu le 23 septembre 2011 avec les actionnaires investisseurs d'eFront, à savoir CDC Innovation, Odyssée Venture, IBIM 2 Ltd, RRA Vendôme et OTC (les « **Cédants Investisseurs** »), un contrat de cession d'actions (le « **Contrat de Cession Investisseurs** »), aux termes duquel les Cédants Investisseurs ont cédé à l'Initiateur, hors marché, le 23 septembre 2011 (la « **Date de Closing** ») et dans les proportions indiquées dans le tableau ci-dessous, un total de 2.273.793 actions de la Société représentant 74,19% du capital et des droits de vote de la Société (les « **Actions Transférées** » ou le « **Bloc de Contrôle** »)

Cette cession a eu lieu pour un prix de 18 euros par action, soit un prix total de 40.928.274 euros, payé à hauteur de 30.696.205,50 euros à la Date de Closing (représentant 13,50€ par action) et le solde, soit 10.232.068,50 euros (représentant 4,50€ par action) (le « **Solde** »), devant être payé dans un délai de 120 jours à compter de la Date de Closing.

Il est précisé que Francisco Partners (tel que ce terme est défini à la section 1.3. ci-dessous), conjointement avec Francisco Partners III (Cayman) LP¹ s'est porté garant du paiement du Solde par l'Initiateur et qu'en outre, à titre de garantie, une délégation de paiement du Solde directement par la Société entre les mains des Cédants Investisseurs a été mise en place dans le cadre de la Distribution Exceptionnelle (tel que ce terme est défini ci-après) :

¹ Francisco Partners III (Cayman), L.P., une société immatriculée aux Iles Caïmans, dont le siège social est situé M&C Corporate Services Limited, PO Box 309 GT, Ugland House South Church Street, George Town, Grand Cayman, Cayman Islands, représentée par son *general partner*, Francisco Partners GP III (Cayman) L.P., une société immatriculée aux Iles Caïmans, dont le siège social est situé M&C Corporate Services Limited, PO Box 309 GT, Ugland House South Church Street, George Town, Grand Cayman, Cayman Islands, elle-même représentée par son *general partner*, Francisco Partners GP III Management (Cayman) Limited, une société immatriculée aux Iles Caïmans, dont le siège social est situé M&C Corporate Services Limited, PO Box 309 GT, Ugland House South Church Street, George Town, Grand Cayman, Cayman.

Nom de l'actionnaire	Actions Transférées à la Date de Closing et nombre de droits de vote	% d'actions et de droits de vote ²
CDC Innovation	820 534	26,77%
Odyssée Venture	594 175	19,39%
IBIM 2 Ltd	521 256	17,01%
RRA Vendôme	248 649	8,11%
OTC	89 179	2,91%
Total	2 273 793	74,19%

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

1.2.2.2 Engagements de cession d'actions eFront au bénéfice de l'Initiateur

(a) EFR Holdings a par ailleurs conclu le 23 septembre 2011 un contrat d'investissement (Investment Agreement) (le « **Contrat d'Investissement** ») avec Messieurs Olivier Dellenbach (Président Directeur Général d'eFront), Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin aux termes duquel :

- Monsieur Olivier Dellenbach s'est engagé, le plus rapidement possible à compter de la Date de Closing et concomitamment aux apports en nature visés à la section 1.2.2.3 ci-après (et en tout état de cause au plus tard le 31 décembre 2011) la « **Date de Closing Différé** », à céder à l'Initiateur 296.124 actions eFront (résultant de l'exercice des 296 124 BSPCE qu'il détient) au prix de 18 euros par action ;
- Monsieur Matthieu Plessis s'est engagé, à la Date de Closing Différé, à céder à l'Initiateur 72.816 actions eFront (résultant de l'exercice de 72.816 BSPCE sur les 86.916 qu'il détient) au prix de 18 euros par action ;
- Monsieur Tarek Chouman s'est engagé, à la Date de Closing Différé, à céder à l'Initiateur, 64.100 actions de la Société (correspondant à 30.000 actions sur les 50.000 actions qu'il détient auxquelles s'ajoutent celles résultant de l'exercice de ses 34.100 Options) au prix de 18 euros par action ;
- Monsieur Thomas Nokin s'est engagé, à la Date de Closing Différé, à céder à l'Initiateur, 18.300 actions de la Société (résultant de l'exercice de 18.300 BSPCE sur les 25.300 qu'il détient), au prix de 18 euros par action ;

² Sur la base d'un capital de 459 720,15 euros divisé en 3 064 801 actions de 0,15 euros de valeur nominale chacune.

- Monsieur Gildas Mathurin s'est engagé, à la Date de Closing Différé, à céder à l'Initiateur, 6.000 actions de la Société (résultant de l'exercice de 6.000 BSPCE sur les 20.000 qu'il détient, étant précisé que 10.000 de ses BSPCE seront annulés), au prix de 18 euros par action ;
- (b) Aux termes des Share Purchase Agreements conclus le 23 septembre 2011 entre l'Initiateur et, respectivement, Madame Béatrice Vachonfrance, Monsieur Stuart Keeler et Monsieur Eric Bernstein (ci-après les « **Contrats de Cession Minoritaires** »), les engagements suivants de cession d'actions eFront ont été souscrits :
- Madame Béatrice Vachonfrance s'est engagée à céder à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, 82.760 actions de la Société (correspondant aux 19.900 actions qu'elle détient dans la Société auxquelles s'ajoutent celles résultant de l'exercice de ses 62.860 BSPCE) au prix de 18 euros par action ;
 - Monsieur Stuart Keeler s'est engagé à céder à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, 45.060 actions de la Société (résultant de l'exercice de ses 45.060 Options) au prix de 18 euros par action ;
 - Monsieur Eric Bernstein s'est engagé à céder à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, 30.000 actions de la Société (résultant de l'exercice de 30.000 Options sur les 60.000 qu'il détient, étant précisé que ses 30.000 Options restantes seront annulées).

1.2.2.3 Engagements d'apport en nature d'actions eFront au bénéfice de l'Initiateur

Aux termes du Contrat d'Investissement, les engagements suivants d'apport en nature des actions eFront au bénéfice de l'Initiateur ont été souscrits :

- Monsieur Olivier Dellenbach s'est engagé à apporter à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, sous forme d'apport en nature, rémunéré par des titres de l'Initiateur, 301.366 actions de la Société qu'il détient, sur la base d'une valorisation de 18 euros par action apportée ;
- Monsieur Matthieu Plessis s'est engagé à apporter à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, sous forme d'apport en nature, rémunéré par des titres de l'Initiateur, 20.000 actions de la Société (correspondant aux 5.900 actions qu'il détient auxquelles s'ajoutent 14.100 actions résultant de l'exercice de 14.100 BSPCE sur les 86.916 qu'il détient), sur la base d'une valorisation de 18 euros par action apportée ;
- Monsieur Tarek Chouman s'est engagé à apporter à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, 20.000 actions de la Société (sur les 50.000 actions qu'il détient avant l'exercice de ses BSPCE), sur la base d'une valorisation de 18 euros par action apportée ;

- Monsieur Thomas Nokin s'est engagé à apporter à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, 7.000 actions de la Société (résultant de l'exercice de 7.000 BSPCE sur les 25.300 qu'il détient), sur la base d'une valorisation de 18 euros par action apportée ;
- Monsieur Gildas Mathurin s'est engagé, à apporter à l'Initiateur, à la Date de Closing Différé, 4.000 actions de la Société (résultant de l'exercice de 4.000 BSPCE sur les 20.000 qu'il détient étant précisé que 10.000 de ses BSPCE seront annulés), sur la base d'une valorisation de 18 euros par action apportée ;

En conséquence, les apports susvisés seront réalisés à la Date de Closing Différé moyennant :

- l'émission au pair et l'attribution de 5.424.588 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de Monsieur Olivier Dellenbach, créées par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 5.424.588 euros ;
- l'émission au pair et l'attribution de 360.000 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de Monsieur Matthieu Plessis, créées par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 360.000 euros ;
- l'émission au pair et l'attribution de 360.000 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de Monsieur Tarek Chouman, créées par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 360.000 euros ;
- l'émission au pair et l'attribution de 126.000 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de Monsieur Thomas Nokin, créées par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 126.000 euros ;
- l'émission au pair et l'attribution de 72.000 actions de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un (1) euro, entièrement libérées, au profit de Monsieur Gildas Mathurin, créées par l'Initiateur à titre d'augmentation de son capital pour un montant nominal total de 72.000 euros.

1.2.2.4 Synthèse des engagements souscrits au titre du Contrat d'Investissement et des Contrats de Cession Minoritaires

Le tableau ci-dessous résume les différents apports et cessions d'actions eFront, portant sur un total de 967 526 actions eFront, devant être réalisés à la Date de Closing Différé :

Concertistes	Titres	<u>Cession</u> (au prix de 18€/action)	Nombre total d'actions cédées à la Date de Closing Différé	<u>Apport en nature</u> (sur la base d'une valorisation de 18€/action apportée)	Nombre total d'actions apportées à la Date de Closing Différé	Actions de l'Initiateur émises en rémunération de l'apport en nature à la Date de Closing Différé
Béatrice Vachonfrance	19 900 actions	19 900 actions	82 760 actions	NA	NA	NA
	62 860 BSPCE	62 860 actions (résultant de l'exercice de ses BSPCE)				
	0 Options	NA				
Stuart Keeler	0 actions	NA	45 060 actions	NA	NA	NA
	0 BSPCE	NA				
	45 060 Options	45 060 actions (résultant de l'exercice de ses Options)				
Eric Bernstein	0 actions	NA	30 000 actions	NA	NA	NA
	0 BSPCE	NA				
	60 000 Options	30 000 actions (résultant de l'exercice de 30 000 Options après annulation de 30 000 Options)				
Olivier Dellenbach	301 366 actions	0	296 124 actions	301 366 actions	301 366 actions	5 424 588
	296 124 BSPCE	296 124 actions (résultant de l'exercice de ses BSPCE)		0		
	0 Options	NA		NA		
Matthieu Plessis	5 900 actions	0	72 816 actions	5 900 actions	20 000 actions	360 000
	86 916 BSPCE	72 816 actions (résultant de l'exercice de 72 816 BSPCE)		14 100 actions (résultant de l'exercice de 14 100 BSPCE)		
	0 Options	NA		NA		

Concertistes	Titres	Cession (au prix de 18€/action)	Nombre total d'actions cédées à la Date de Closing Différé	Apport en nature (sur la base d'une valorisation de 18€/action apportée)	Nombre total d'actions apportées à la Date de Closing Différé	Actions de l'Initiateur émises en rémunération de l'apport en nature à la Date de Closing Différé
Tarek Chouman	50 000 actions	30 000 actions	64 100 actions	20 000 actions	20 000 actions	360 000
	0 BSPCE	NA		NA		
	34 100 Options	34 100 actions (résultant de l'exercice de ses Options)		0		
Thomas Nokin	0 actions	NA	18 300 actions	NA	7 000 actions	126 000
	25 300 BSPCE	18 300 actions (résultant de l'exercice de 18 300 BSPCE)		7 000 actions (résultant de l'exercice de 7 000 BSPCE)		
	0 Options	NA		NA		
Gildas Mathurin	0 actions	NA	6 000 actions	NA	4 000 actions	72 000
	20 000 BSPCE	6 000 actions (résultant de l'exercice de 6 000 BSPCE après annulation de 10 000 BSPCE)		4 000 actions (résultant de l'exercice de 4 000 BSPCE après annulation de 10 000 BSPCE comme indiqué précédemment)		
	0 Options	NA		NA		
TOTAL	Total de 377 166 actions		615 160 actions		352 366 actions	6 342 588 actions
	Total de 630 360 Options et BSPCE (avec 491 200 BSPCE et 139 160 Options)					

En garantie des engagements de cession et d'apport visés aux Contrats de Cession Minoritaires et au Contrat d'Investissement, les nantissements ou engagements de nantissements suivants de comptes d'instruments financiers au profit de l'Initiateur ont été souscrits le 23 septembre 2011 :

Actionnaires	Nombre d'actions comprises dans le compte d'instruments financiers objet du nantissement
M. Olivier Dellenbach	301.366
M. Matthieu Plessis	5.900
Mme Béatrice Vachon France	19.900
M. Tarek Chouman	50.000

Le Contrat d' Investissement et les Contrats de Cession Minoritaires contiennent en outre des déclarations et garanties classiques au profit de l'Initiateur.

1.2.2.5 Pacte d'associés conclu par FP-EFR avec Messieurs Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin

Le Contrat d'Investissement prévoit qu'à la Date de Closing Différé, Messieurs Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin (collectivement les « **Associés Managers** ») et FP-EFR S.à r.l., actuel associé unique d'EFR Holdings (« **FP-EFR** ») contrôlé par Francisco Partners, signeront un pacte d'associés relatif à EFR Holdings (le « **Pacte d'Associés EFR Holdings** ») dont les principales dispositions sont les suivantes :

- le conseil d'administration d'EFR Holdings sera initialement composé de trois administrateurs, à savoir Olivier Dellenbach et deux administrateurs nommés sur proposition de FP-EFR ;
- les dirigeants d'EFR Holdings et de ses filiales devront obtenir l'accord préalable d'un des administrateurs nommés sur proposition de FP-EFR pour toute décision importante dont la liste figure dans le Pacte d'Associés EFR Holdings ;
- Monsieur Olivier Dellenbach conservera son mandat de président directeur-général d'eFront ; les dispositions du Pacte d'Associés EFR Holdings relatives à la gouvernance d'EFR Holdings s'appliqueront mutatis mutandis à eFront et ses filiales ;
- les Associés Managers ne pourront pas transférer leurs actions EFR Holdings avant l'expiration d'une période de 10 ans suivant la conclusion du Pacte d'Associés EFR Holdings, sauf dans le cadre des transferts limitativement autorisés au titre du Pacte d'Associés EFR Holdings (notamment transfert aux sociétés holdings des Associés Managers) ou résultant d'une des dispositions du Pacte d'Associés EFR Holdings ;
- les Associés Managers ont le droit de maintenir leur participation dans le capital d'EFR Holdings à la quote-part de ce capital que représentent les

actions qu'ils détiennent préalablement à toute prise de décision d'émission d'actions immédiate ou à terme, sous réserve de certaines exceptions limitativement prévues ;

- chaque associé bénéficie d'un droit de préemption proportionnel portant sur l'intégralité des titres visés par un projet de transfert de titres par un Associé Manager ;
- les Associés Managers disposent dans certaines hypothèses d'un droit de sortie conjointe proportionnel ;
- FP-EFR bénéficie dans certaines hypothèses d'une option d'achat irrévocable sur une partie proportionnelle des titres d'EFR Holdings détenus par les Associés Managers ;
- par ailleurs, les Associés Managers ont chacun consenti deux promesses de vente irrévocable de leurs titres EFR Holdings à FP-EFR, exerçable en cas de survenance de certains événements précisément définis ;
- les Associés Managers se sont engagés à voter en faveur de toute résolution et de coopérer en vue de toute introduction en bourse d'EFR Holdings qui serait envisagée par FP-EFR ; en cas d'offre secondaire, les Associés Managers auront le droit de vendre proportionnellement le même nombre d'actions que FP-EFR ;
- FP-EFR aura le droit de demander à EFR Holdings de procéder à une «Registration» de ses actions, en particulier sur les marchés américains et conformément aux dispositions du droit américain ; les Associés Managers auront le droit de participer proportionnellement à une telle Registration ;
- Monsieur Olivier Dellenbach a souscrit un engagement de non-concurrence et un engagement d'exclusivité ;
- le Pacte d'Associés EFR Holdings prévoit que postérieurement à l'Offre et au retrait obligatoire qui en suivra, le cas échéant, EFR Holdings émettra au bénéfice des Associés Managers et de certaines autres personnes clés des options de souscription d'actions et des bons de souscription d'actions qui deviendront successivement exerçables sur une période de 5 ans suivant leur émission et qui donneront droit à la souscription d'actions de préférence sans droit de vote (convertibles en actions ordinaires sous certaines conditions).

Le Pacte d'Associés EFR Holdings sera signé à la Date de Closing Différé.

1.2.2.6 Répartition de l'actionnariat post acquisition du Bloc de Contrôle et post opérations de cessions et d'apports susvisées

A l'issue de l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur détient 2.273.793 actions représentant 74,19% du capital et des droits de vote de la Société, et les Concertistes détiennent 2.650.959 actions représentant 86,50% du capital et des droits de vote de la Société. Aucune des actions de la Société ne dispose de droit de vote double.

A l'issue des opérations visées aux paragraphes 1.2.2.1 à 1.2.2.3 ci-dessus, l'Initiateur détiendra 3.241.319 actions représentant 85,11% du capital et des droits de vote de la Société sur une base pleinement diluée.

1.3 DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS

Par courriels en date du 28 septembre 2011 adressés respectivement à l'AMF et à la Société, les franchissements de seuils suivants ont été déclarés :

- EFR Holdings a déclaré avoir franchi individuellement à la hausse, le 23 septembre 2011, (i) à l'AMF les seuils de 50% du capital et des droits de vote d'eFront et (ii) à la Société les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 ;
- les Concertistes ont déclaré avoir franchi à la hausse, le 23 septembre 2011, (i) à l'AMF les seuils de 50% du capital et des droits de vote d'eFront et (ii) à la Société les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 15%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 ;

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 3 octobre 2011 sous le numéro 211C1791.

Les Cédants Investisseurs ont également déclaré avoir franchi à la baisse les seuils les concernant du capital et des droits de vote d'eFront. Il est précisé que l'initiateur n'a acquis aucune action eFront avant le 23 septembre 2011, date d'acquisition du Bloc de Contrôle.

2 AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, a été désigné en qualité d'expert indépendant, par le conseil d'administration de eFront le 23 août 2011 en application des dispositions de l'article 261-1-I-1 et 4 et 261-1 II du Règlement Général de l'AMF.

Ce rapport apprécie le caractère équitable du prix par action eFront de 18 euros dans le cadre de l'Offre, des opérations connexes et au regard d'un éventuel retrait obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant est reproduit ci-après.

OPAS initiée par la société EFR Holdings SAS sur les titres
de la société eFront

Rapport de l'expert indépendant

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après dénommée « l'Offre ») initiée par la société EFR Holdings SAS (ci-après dénommée « EFR Holdco » ou « l'Initiateur »), portant sur les actions de la société eFront (ci-après dénommée « la Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration que l'Offre est susceptible de générer, notamment du fait (i) que la Société sera déjà contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article 233-3 du Code de commerce, au moment du dépôt de l'Offre, et (ii) des contrats qui ont été conclus entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur dans le cadre de la prise de contrôle d'eFront. Il nous a également été demandé, sur le fondement de l'article 261-1 II, de nous prononcer sur le caractère équitable d'une indemnisation des actionnaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la Société, soit 18 euros par action, correspond au prix de cession à EFR Holdco par les sociétés CDC Innovation, Odyssée Venture, IBIM2, RRA Vendôme, et OTC, de 2 273 793 actions représentant 74,19 % du capital avant dilution et 60,34 % après dilution. Des membres du management détenant 1,63 % du capital avant dilution et 25,68 % après dilution se sont engagés à céder ou à apporter leurs actions sur la base de la même valeur.

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

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

1. Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.11 Présentation de l'Initiateur

EFR Holdco est une société par actions simplifiée de droit français au capital de 1 000 euros. Il s'agit d'un véhicule, créé spécifiquement pour l'acquisition, sans activité à ce jour. Il est contrôlé par des fonds gérés par Francisco Partners, fonds de Private Equity américain qui investit essentiellement dans des activités de services technologiques.

1.12 Présentation de la Société

eFront est une société anonyme à conseil d'administration, au capital de 459 720,15 euros. Au 15 septembre 2011, son capital est divisé en 3 064 801 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 0,15 euro. Les actions eFront sont négociées sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext de NYSE Euronext Paris depuis décembre 2006, sous le code ISIN FR0010406777.

La Société a été fondée en mai 1999 par Olivier Dellenbach dans le but de fournir aux métiers de la finance les meilleures solutions logicielles, en tirant profit d'une plateforme technologique innovante. Son expertise est particulièrement reconnue dans les domaines de la Gestion Alternative et de la Gestion des Risques.

La Société a connu une forte croissance sur les cinq dernières années puisque le chiffre d'affaires qui s'établit à 27,1 M€ en 2010, a été multiplié par plus de 4, la part de l'international atteignant 71 % en 2010.

Le logiciel phare du groupe est FrontInvest, solution de reporting et d'analyse de la performance, de gestion des risques et de CRM, destiné aux acteurs du Private Equity, hedge funds et fonds immobiliers ; il contribue pour 78% au chiffre d'affaires en 2010. La deuxième source de chiffre d'affaires provient de la commercialisation de Front GRC, logiciel de suivi des risques opérationnels destiné au secteur des Banques et des Assurances ; il représente 14 % du chiffre d'affaires. WebEdge, la plateforme technologique de développement contribue pour 8 % au chiffre d'affaires. eFront a également lancé en 2010 FrontAnalytics une solution d'analyse des risques et des performances destinée aux acteurs du Private Equity. Un nouveau produit, en mode SaaS, est en développement et sa commercialisation devrait débuter avant la fin de 2011. En 2010, les ventes de licences, tous produits confondus, ont représenté 33 % du chiffre d'affaires et les services 46 %, la part récurrente (maintenance et abonnements) s'établissant à 21 %.

L'EBIT s'est élevé à 2,9 M€ en 2010, soit un taux de marge de 10,6 %.

Le siège social d'eFront est situé à Paris et le groupe dispose de bureaux à Londres, Jersey, Dubaï, New York, Montréal, Hong Kong et Bonn. A la fin de 2010, ces huit implantations regroupaient un total de 183 collaborateurs (environ 200 à la date de nos travaux selon le management).

1.2 Contexte et termes de l'Offre

Le 23 septembre 2011, EFR Holdco a conclu avec les principaux actionnaires institutionnels d'eFront (CDC Innovation, Odyssée Venture, OTC, IBIM2, RRA Vendôme), un contrat de cession d'actions aux termes duquel ces actionnaires ont cédé à l'Initiateur, hors marché, un total de 2 273 793 actions de la Société représentant 74,19 % (60,34 % sur une base totalement diluée) de son capital à un prix de 18 euros par action.

Le prix sera versé en deux temps selon les modalités suivantes :

- 13,50 euros à la date de Closing ;
- 4,50 euros au plus tard 120 jours après la date de Closing.

Un contrat d'investissement a par ailleurs été conclu le 23 septembre entre Francisco Partners II (Cayman), L.P., EFR Holdco, et certains actionnaires dirigeants¹, aux termes duquel ceux-ci se sont engagés à apporter un total de 352 366 actions existantes et potentielles², soit 9,35 % du capital totalement dilué, en échange de titres d'EFR Holdco, et à céder 457 340 actions existantes et potentielles soit 12,14 % du capital totalement dilué, sur la base d'une valeur de 18 euros par action.

Trois autres contrats de cession au prix de 18 euros par action ont été conclus avec Béatrice Vachonfrance, Eric Bernstein et Stuart Keeler, tous trois également membres du management. Ils portent sur 19 900 actions existantes et 137 920 actions potentielles représentant 4,19 % du capital totalement dilué.

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

Il est prévu qu'un plan d'intéressement des managers soit mis en place afin de les inciter à participer à la création de valeur future de la nouvelle entité.

Un pacte d'actionnaires sera également conclu entre les parties prévoyant l'ensemble des règles de gestion de la future entité, ainsi que des clauses usuelles de sortie.

2. Déclaration d'indépendance

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

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

¹ Les actionnaires dirigeants sont : Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin

² Les actions potentielles constituant la dilution proviennent de l'exercice des BSPCE et options de souscription d'actions détenus par les dirigeants et certains salariés de la société

Conformément aux préconisations de l'AMF concernant les relations avec l'établissement présentateur de l'opération, nous précisons qu'au cours des deux dernières années, nous n'avons pas eu de relation professionnelle ni avec CM-CIC Securities, établissement présentateur, ni avec DC Advisory Partners, conseil financier de l'initiateur.

Nous signalons que nous avons effectué en 2010 et 2011 deux missions en tant qu'expert indépendant relatives à l'acquisition de la société Emailvision par Francisco Partners et à son retrait de la cote.

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

3. Diligences effectuées

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

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

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont principalement porté sur :

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

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes annuels et consolidés des exercices 2008, 2009 et 2010). Nous avons en particulier vérifié que les comptes annuels et les comptes consolidés au 31 décembre 2010 de la Société avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

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

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

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de CM-CIC Securities, établissement présentateur de l'Offre, tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix proposé dans le cadre de l'OPAS et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons rencontré les représentants de CM-CIC Securities et échangé avec eux à plusieurs reprises.

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

4. Evaluation des actions de la société eFront

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

Nous avons écarté les méthodes de valorisation suivantes :

- l'actif net comptable ;
- l'actif net réévalué ;
- la valeur de rendement (capitalisation du dividende) ;
- les transactions comparables ;
- la référence aux opérations récentes sur le capital de la Société.

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

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

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

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

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable

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

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé s'établit à 15 507 milliers d'euros au 31 décembre 2010 pour 2 990 813 d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 5,18 euros.

Actif net réévalué

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

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

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

Valeur de rendement (capitalisation des dividendes)

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

La Société n'a pas distribué de dividendes depuis sa cotation, et n'envisage pas de distribution régulière sur un horizon visible. Elle ne peut ainsi être mise en œuvre.

Transactions comparables

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

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

Nous avons toutefois étudié les opérations suivantes :

- l'acquisition de Fimasys par Linedata Services intervenue en juillet 2011. Le prix d'acquisition n'a fait l'objet d'aucune communication de la part de l'acquéreur. Les ordres de grandeur évoqués dans les notes d'analystes ne permettent pas de faire ressortir de multiples suffisamment fiables permettant de valoriser par analogie le groupe eFront ;
- l'acquisition de Sophis par Misys annoncée en novembre 2010. Le groupe anglais Misys a annoncé le 12 novembre 2010 son intention d'acquérir la société Sophis pour un prix de 435 millions d'euros dette comprise. Cette société n'est pas directement comparable à eFront en raison de sa rentabilité beaucoup plus élevée (marge d'EBIT 4 fois supérieure à celle d'eFront) dû à un pourcentage important de chiffre d'affaires récurrent. Cette opération fait apparaître des ratios de valorisation de 5,9x le chiffre d'affaires et de 14,5x l'EBIT (sur la base des résultats 2009 de Sophis). Le multiple de chiffre d'affaires n'est pas applicable à eFront compte tenu du niveau de marge réalisé par Sophis. Sur la base du multiple d'EBIT la valorisation d'eFront serait de 14,59 euros ;
- la fusion de COR AG et FJA AG, deux acteurs allemands de l'édition de logiciels financiers, annoncée en mars 2009 et conclue en octobre 2009. L'opération réalisée par échange de titres fait apparaître des multiples de 0,7x le chiffre d'affaires, 5,7x l'EBITDA et 6,5x l'EBIT (sur la base des résultats 2008). Sur cette base, la valeur d'eFront se situerait entre 8,15 euros et 9,01 euros.

Référence aux opérations récentes sur le capital de la Société

En septembre 2010, la Société avait proposé de racheter un maximum de 700 000 actions au prix de 6 euros par action, dans le cadre d'une opération de réduction du capital non motivée par des pertes autorisée par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 13 septembre 2010. Seules 126 182 actions ont été apportées, représentant 4,0 % du capital.

Nous n'avons pas retenu cette référence compte tenu du faible pourcentage du capital apporté.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Pour l'application des méthodes retenues à titre principal, nous avons retenu les éléments suivants :

Eléments prévisionnels

Le management de la société eFront a établi un budget 2011 dans le cadre de son processus budgétaire et prévisionnel annuel, budget qui a été mis à jour en juillet dernier. Le business plan construit par business unit sur 3 années (2012 à 2014) nous a également été communiqué. Il a été complété, par la Société, d'une projection sur deux années supplémentaires (2015 et 2016).

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions en circulation augmenté de celles qui résulteraient de l'exercice d'options (BSPCE, et stock-options) à la date du 30 juin 2011. Il n'existe pas d'actions autodétenues.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 3 808 189 actions.

Nous notons qu'il est prévu, sous réserve de l'accord des bénéficiaires, de procéder à l'annulation de 40 000 options³, réduisant d'autant le nombre d'actions dilué ainsi que les capitaux potentiels d'environ 294,5 milliers d'euros. Cet impact reste mineur et représente une incidence de 0,08 euro par titre.

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

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières réelles au 30 juin 2011 communiqués par le management. Cet ajustement positif ressort à 14 070 K€ et comprend les éléments suivants :

- la trésorerie financière, soit 10 815 K€,
- diminuée des dettes financières, soit 52 K€,
- augmentée de l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice des BSPCE et des options, soit 3 307 K€.

³ Dans le cadre de l'opération, deux lignes d'options non exerçables vont le devenir par anticipation afin de pouvoir être apportées à l'offre. En contrepartie, les membres du management concernés ont accepté le principe de l'annulation d'une partie de leurs options.

4.21 Référence aux acquisitions de blocs d'actions eFront

Présentation de l'acquisition des blocs et des transactions liées

EFR Holdco a conclu le 23 septembre 2011 un contrat portant sur l'acquisition hors marché à un prix de 18 euros par action, d'un total de 2 273 793 actions représentant 74,19% du capital de la Société (60,34 % sur une base diluée des BSPCE et stocks-options) auprès de CDC Innovation, Odyssee Venture, OTC, RRA Vendôme et IBIM 2.

Le prix sera versé en deux temps selon les modalités suivantes : 13,50 euros à la date de Closing, et 4,50 euros au plus tard 120 jours après la date de Closing.

Un contrat d'investissement a par ailleurs été conclu le 23 septembre entre Francisco Partners II (Cayman), L.P., EFR Holdco, et certains actionnaires dirigeants⁴, aux termes duquel ceux-ci se sont engagés à céder 457 340 actions existantes et potentielles soit 12,14 % du capital totalement dilué, sur la base d'une valeur de 18 euros par action.

Trois autres contrats de cession au prix de 18 euros par action ont été conclus avec Béatrice Vachonfrance, Eric Bernstein et Stuart Keeler, tous trois également membres du management, prévoyant la cession de 19 900 actions existantes et 137 920 actions potentielles représentant 4,19 % du capital totalement dilué, au prix de 18 euros par action.

Les actions ainsi cédées par les investisseurs (2 273 793 actions) et par les managers (49 900 actions existantes et 565 260 actions potentielles) dans le cadre de ces différents accords, représentent au total 76,67 % du capital totalement dilué de la Société.

Nous avons examiné ces contrats qui ne comportent aucune clause de complément de prix ou disposition de nature à remettre en cause le prix de 18 euros ressortant de ces transactions. Le seul élément notable concerne le différé de paiement, élément négatif que les actionnaires minoritaires n'auront pas à supporter dans le cadre de la présente Offre.

Analyse des modalités de réinvestissement accordées aux dirigeants actionnaires

Le contrat d'investissement prévoit l'apport par les actionnaires dirigeants de 352 366 actions existantes et potentielles (sur une base de 18 € par action), soit 9,35 % du capital totalement dilué, en échange de titres d'EFR Holdco.

Il est également prévu qu'un pacte d'associés sera signé entre FP-EFR SARL, actuel associé unique d'EFR Holdco et Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin fixant les droits et obligations de chacune des parties, ainsi que les conditions générales relatives à la cession des actions EFR Holdco. En particulier, aux termes de ce pacte, chaque dirigeant actionnaire s'engagera à ne procéder à la cession d'aucune action durant une période de 10 ans à partir de la signature du contrat (clause de lock-up)⁵.

⁴ Les actionnaires dirigeants sont : Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis, Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin

⁵ Durant la période d'inaliénabilité de 10 ans, seules les opérations suivantes seront autorisées : i) cession d'actions entre les parties et leurs sociétés affiliées, ii) exercice d'un droit ou d'une obligation de sortie conjointe, iii) - exercice d'une promesse de vente au profit de l'actionnaire majoritaire en cas de départ d'un actionnaire minoritaire avant la survenance d'un « événement de liquidité ».

Le contrat d'investissement prévoit par ailleurs la signature d'un accord visant à autoriser l'émission d'instruments incitatifs en faveur des managers sous forme de bons de souscription d'actions.

Aucune condition préférentielle de liquidité n'est accordée aux actions d'EFR Holdco émises en contrepartie de l'apport par les managers, d'une partie de leurs titres eFront (autre que les clauses classiques de « tag along » et « drag along »). Les accords ne prévoient pas non plus de prix de sortie déterminé. En outre, l'étendue de la période de lock-up à laquelle les dirigeants sont soumis conforte la nature stratégique du réinvestissement dans EFR Holdco.

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

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que les conditions de réinvestissement dont bénéficient, directement ou indirectement, Messieurs Olivier Dellenbach, Matthieu Plessis Tarek Chouman, Thomas Nokin et Gildas Mathurin ne sont pas susceptibles de remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de la présente Offre.

4.22 Méthode des flux futurs actualisés

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

4.221 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du budget 2011 actualisé et du plan d'affaires de la Société qui nous ont été communiqués par le management.

Les données prévisionnelles portent sur une période de 6 ans (2011 - 2016). Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires global de 17,2 %, sur la base d'un chiffre d'affaires estimé de 27,1 M€ en 2010 et de 70,4 M€ en 2016 ;
- une progression du taux de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires de 11,0 % en 2010 à 17,3 % en 2016.

La prévision de chiffre d'affaires intègre les éléments suivants :

- une arrivée à maturité progressive de la solution FrontInvest sur les marchés européens et une poursuite de la croissance en Amérique du Nord. Le développement dans de nouvelles zones (Australie, Japon, Amérique Latine) permet encore une marge de progression mais avec un niveau de visibilité plus faible selon le management ;
- le développement de produits nouveaux, en particulier dans le domaine de la gestion analytique et du benchmarking ;
- un changement du mode de commercialisation pour les nouveaux produits vers des licences annuelles et non plus perpétuelles.

Cette croissance est dépendante d'un plan d'embauche ambitieux.

La marge d'EBITDA va connaître une évolution atypique en 2011 et 2012. En 2011, la Société bénéficie de la comptabilisation à terminaison d'un contrat important, qui explique en grande partie l'augmentation de la marge d'EBITDA de 11 % à 16 %. A l'inverse, la marge retombe à 9 % en 2012 du fait du changement de mode de facturation envisagé et du poids des lancements de produits. Elle se redresse ensuite grâce à l'amélioration de la marge brute et à un tassement de la progression des frais de personnel par rapport à celle du chiffre d'affaires. La baisse du taux de R&D contribue également à cette évolution.

Les investissements représentent 2,5 % du chiffre d'affaires en moyenne sur la période.

Nous avons modélisé le BFR selon les indications données par la Société, il ressort à 7 % du chiffre d'affaires en moyenne sur la période 2011-2016.

Au total, le business plan tel qu'il nous a été présenté nous paraît constituer une approche raisonnable des perspectives de la Société.

4.222 Travaux d'évaluation

Année normative

Nous avons retenu les éléments suivants :

- une progression du chiffre d'affaires de 1,75 % correspondant au taux de croissance à long terme ;
- un taux de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires de 17 % jugé normatif et pérenne par le management de la Société ;
- une convergence des amortissements et des investissements en année terminale ;
- un taux d'impôt de 30 % correspondant à la fiscalité moyenne anticipée par le management compte tenu du mix géographique de résultat ;
- un niveau de variation du besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires équivalent à la moyenne observée sur le plan d'affaires.

Coût moyen pondéré du capital

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

- d'un bêta de 1,30 désendetté déterminé sur la base de la moyenne des bêtas les plus corrélés de notre échantillon de sociétés comparables cotées (source : Datastream) ;
- d'une prime de risque de 7,87 % (Associés en Finance, moyenne 3 mois à fin septembre 2011) ;
- d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché⁶ (Associés en Finance, moyenne 3 mois à fin septembre 2011) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 2,75 % ;
- d'une structure financière non endettée en raison de la situation positive de trésorerie de la majorité des sociétés comparables cotées.

⁶ E(Rm) selon les données Associés en Finance à fin septembre 2011

Sur ces bases, le taux d'actualisation, qui correspond au coût des fonds propres, ressort à 13,0 %.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-période.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,75 % en valeur centrale, correspondant à une fourchette de 1,5 % à 2 % en ligne avec les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise globale ressort à 51,3 M€ et la valeur des fonds propres à 65,4 M€, soit une valeur par action de 17,18 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance,
- +/- 0,5 point de taux d'actualisation,
- +/- 0,5 point de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires,

sont présentées ci-après :

Sensibilité du prix de l'action à la marge d'Ebitda normative et au taux d'actualisation

Taux d'actualisation	Marge d'Ebitda terminale					
	16,0%	16,5%	17,0%	17,5%	18,0%	
12,02%	17,90	18,28	18,65	19,02	19,40	
12,52%	17,18	17,53	17,88	18,23	18,58	
13,02%	16,53	16,85	17,18	17,50	17,83	
13,52%	15,93	16,23	16,54	16,84	17,15	
14,02%	15,38	15,66	15,95	16,24	16,53	

Sensibilité du prix de l'action au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation

Taux d'actualisation	Taux de croissance à l'infini					
	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	
12,02%	18,13	18,38	18,65	18,93	19,22	
12,52%	17,42	17,64	17,88	18,13	18,38	
13,02%	16,76	16,97	17,18	17,40	17,63	
13,52%	16,17	16,35	16,54	16,74	16,94	
14,02%	15,62	15,78	15,95	16,13	16,32	

La valeur par action ressort dans une fourchette de 16,54 euros à 17,88 euros, avec une valeur centrale à 17,18 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 0,7 % à 8,8 % par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés (DCF).

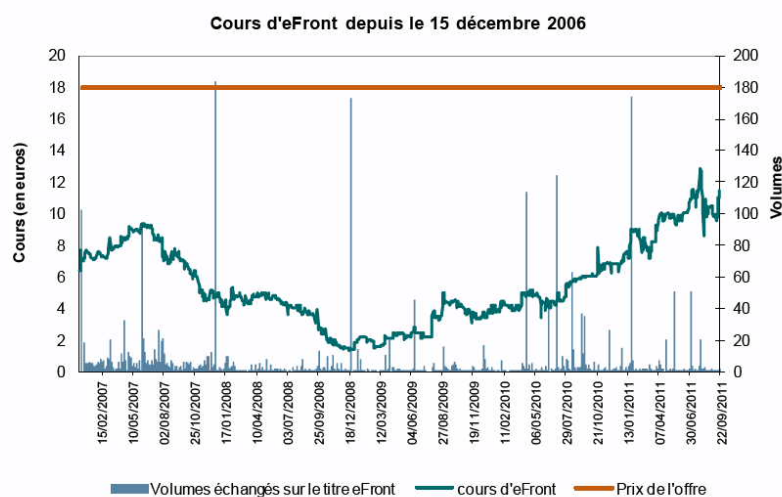
4.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

4.31 Cours de bourse

Les actions eFront ont été admises sur le marché Alternext de NYSE Euronext Paris en décembre 2006, à 6,4 €.

Le capital est détenu à hauteur de 74 % par plusieurs investisseurs financiers et à hauteur de 13 % par le management. Avant opération, le flottant s'élevait à 53% selon les présentations de la Société.

Le graphe suivant présente l'évolution du cours et des volumes d'échanges sur le titre eFront depuis l'introduction en bourse :



Le cours du titre eFront a augmenté sur les six premiers mois de cotation avant de connaître une chute régulière jusqu'à son plus bas historique le 19 décembre 2008 à 1,31 euros par action, le titre ayant souffert à la fois du contexte boursier général et de l'impact de la crise sur ses principaux clients.

Le cours s'est ensuite redressé connaissant une certaine volatilité avant d'atteindre son plus haut historique le 1er août 2011 à 12,88 euros. Le cours n'a jamais atteint le prix offert.

eFront ne fait l'objet d'aucun suivi régulier. Le management nous a communiqué les deux notes dont il disposait. La dernière note en date du 8 avril 2011, d'ID Midcaps, fait ressortir un objectif de cours de 17 euros par action.

Nous avons analysé le cours de l'action eFront à la date du 22 septembre 2011, dernière séance avant la suspension du cours suite à l'annonce de l'opération.

Les volumes d'échange quotidiens sont limités. Ainsi, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois au 22 septembre 2011 s'élève à 593,7 milliers d'actions. Rapporté au nombre d'actions en circulation, il fait ressortir un taux de rotation de 19,4 % du capital et 36,6 % du flottant (en retenant un flottant de 53 %).

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

Les primes ressortant du prix offert dans le cadre de la présente Offre par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an, ainsi qu'au 22 septembre 2011, sont les suivantes :

Etude du cours de bourse d'eFront

Cours au 22/09/11	En euros	Prime/décote
Spot	11,10	62%
Moyen pondéré 1 mois	10,61	70%
Moyen pondéré 3 mois	11,19	61%
Moyen pondéré 6 mois	10,51	71%
Moyen pondéré 12 mois	9,14	97%
Plus haut 12 mois	12,88	40%
Plus bas 12 mois	6,00	200%

Source : Dalastream

Le prix de l'Offre présente une prime de 62 % par rapport au cours spot au 22 septembre 2011 et un intervalle de primes compris entre 61 % et 71 % par rapport aux cours de bourse moyens pondérés de 1 à 6 mois.

Le cours est suspendu au prix de 11,1 euros depuis le 23 septembre 2011.

4.32 Méthode des sociétés comparables cotées

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

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

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

A l'issue de nos analyses, nous avons retenu un échantillon de cinq sociétés européennes évoluant comme eFront dans le domaine de l'édition de logiciels financiers, proposant leurs produits sous forme de licence ainsi que des prestations de services et de maintenance en accompagnement.

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

	Pays	Devise	MV	VE	CA 2010	CAGR 2010-2013e	% Ebitda / CA 2010	% Ebit / CA 2010
Temenos Group	Suisse	U\$ *	1 198	1 193	448	9,2%	27,5%	16,5%
Misys	Royaume-Uni	£	853	949	358	9,5%	18,8%	12,2%
Linedata Services	France	E	89	96	136	2,4%	21,3%	16,5%
ORC Group	Suède	SK	1 172	960	977	1,0%	16,0%	7,7%
Simcorp	Danemark	E	513	472	185	7,4%	21,5%	19,0%
Moyenne						5,9%	21,0%	14,4%

* : Temenos, société suisse, publie ses comptes en dollars

source: Datastream / IBES

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible et des intérêts minoritaires. Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours moyen pondéré un mois au 30 septembre 2011. Nous avons déterminé les multiples 2011, 2012 et 2013 prévisionnels sur la base du consensus IBES.

Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, multiples usuels dans le secteur de l'édition de logiciels. Nous avons écarté le multiple de chiffre d'affaires qui ne permet pas de tenir compte des différences de rentabilité.

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

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

Multiples de valorisation des sociétés comparables

	x EBITDA			x EBIT		
	2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e
Temenos Group	8,4 x	7,2 x	6,5 x	9,8 x	8,9 x	7,5 x
Misys	10,0 x	8,3 x	7,0 x	13,3 x	10,3 x	8,4 x
Linedata Services	3,5 x	3,3 x	3,2 x	4,8 x	4,5 x	4,3 x
ORC Group	4,4 x	3,7 x	3,3 x	8,2 x	6,5 x	5,3 x
Simcorp	9,5 x	8,7 x	7,5 x	10,4 x	9,4 x	8,0 x
Médiane	8,4 x	7,2 x	6,5 x	9,8 x	8,9 x	7,5 x

source: Datastream / IBES

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

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

- entre 10,6 euros et 16,5 euros sur la base du multiple médian d'EBITDA ;
- entre 10,4 euros et 17,2 euros sur la base du multiple médian d'EBIT.

Sur la base des capitalisations boursières au 30 septembre 2011 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ressortir des primes comprises entre 4,7 % et 73,3 % sur ces valeurs.

Notons que, compte tenu du caractère atypique des résultats attendus en 2011 et 2012, les valeurs les plus pertinentes sont celles calculées sur les agrégats 2013, qui ressortent entre 13,6 € et 14,0 €.

5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par l'établissement présentateur

CM-CIC Securities, établissement présentateur de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 2 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'établissement présentateur pour en discuter. L'établissement présentateur nous a également communiqué son rapport d'évaluation.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées par l'établissement présentateur

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet des méthodes de l'actif net réévalué, du rendement et de la référence à l'offre de rachat facultative de septembre 2010, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues par l'établissement présentateur

L'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de la société eFront :

Méthodes retenues

- Référence au prix des acquisitions réalisées le 23 septembre 2011,
- Cours de bourse,
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (DCF).

Méthode présentée à titre indicatif

- Multiples des comparables boursiers,
- Multiples de transactions comparables.

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

Nous n'avons pas de divergence sur le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation.

L'établissement présentateur retient une trésorerie nette de 12,5 millions d'euros, sur la base de la trésorerie et des dettes financières au 31 décembre 2010. Notre ajustement de 14,1 millions d'euros est déterminé sur la base de la trésorerie et des dettes financières au 30 juin 2011. Nous n'intégrons pas d'autre part les provisions pour engagements de retraites considérant qu'elles sont constitutives d'éléments du BFR et non de dette financière.

5.21 Référence à la transaction du 23 septembre 2011 portant sur un bloc majoritaire

Nous n'avons pas de commentaire sur la référence au prix des acquisitions réalisées le 23 septembre 2011, ayant nous-mêmes retenu cette référence à titre principal.

5.22 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Nous n'avons pas de commentaire sur les analyses de l'établissement présentateur. Nous n'avons cependant retenu le cours de bourse qu'à titre secondaire, compte tenu de la faible liquidité du titre. Le titre étant suivi par seulement deux analystes, de façon irrégulière, l'établissement présentateur, comme nous, n'a pas retenu la référence aux objectifs de cours.

5.23 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

L'établissement présentateur a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base du plan d'affaires communiqué par la Société, en retenant la période 2011-2015.

Pour le calcul de la valeur terminale, le flux normatif a été déterminé en tenant compte d'une progression du chiffre d'affaires de 1,5 % (taux de croissance à long terme) et un taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires de 14 %.

Nous avons pour notre part conservé l'horizon de prévision du management (2011-2016) et retenu un niveau de marge d'EBITDA normatif de 17 % correspondant à une marge d'EBIT de 14,6%. Le chiffre d'affaires pour l'année normative est calculé sur la base d'une progression de 1,75%.

Hypothèses financières

L'établissement présentateur a appliqué sa méthodologie interne à la fois pour le calcul des bêtas et le calcul du taux d'actualisation. Nous avons pour notre part retenu la moyenne des bêtas historiques des comparables de notre échantillon (source Datastream) ainsi que les paramètres de marché moyens à trois mois du modèle Associés en Finance.

Sur ces bases, le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur ressort à 13,3%. Nos travaux ont été réalisés sur la base d'un taux de 13%.

Les travaux de l'établissement présentateur sont réalisés sur la base d'une actualisation en fin d'année, alors que les nôtres reposent sur une actualisation à mi-année.

La fourchette de valeurs obtenue par l'établissement présentateur est comprise entre 14,48 euros et 15,71 euros par action, la valeur centrale ressortant à 15,06 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 16,54 euros à 17,88 euros (valeur centrale à 17,18 euros).

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

L'établissement présentateur a retenu un échantillon relativement proche du nôtre excluant également toutes les valeurs américaines jugées peu comparables et ne faisant pas l'objet de suffisamment de prévisions.

Elle a retenu les multiples médians d'EBIT et de PER sur les années 2011, 2012 et 2013. Nous avons privilégié les multiples médians d'EBITDA et d'EBIT.

Les principales divergences tiennent à la composition de l'échantillon (l'établissement présentateur a retenu Sword Group SE et Fidessa Group PLC que nous avons écartées en raison de son activité pour la première et de sa faible liquidité pour la seconde), à l'utilisation d'un consensus différent (Factset), et au fait que nous n'avons pas retenu le PER.

La méthodologie suivie par l'établissement présentateur n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

Elle conduit aux fourchettes de valeurs suivantes :

- sur la base du multiple d'EBIT, la valeur par action ressort entre 10,11 euro et 17,41 euro ;
- sur la base du multiple de PER, la valeur par action ressort entre 6,15 euro et 15,91 euro

5.25 Evaluation analogique de la Société par la méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur a retenu cette méthode à titre indicatif, alors que nous l'avons écartée en raison d'une part de l'ancienneté des transactions et d'autre part par manque de données permettant d'extérioriser des multiples de transaction fiables.

6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 18 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Valorisation d'eFront en € - expert indépendant		Prime / (décote) sur le prix d'offre (18€)		Etablissement présentateur	
<u>Méthodes retenues à titre principal</u>					
Transaction de référence		18,00	0,0%	0,0%	18,00
DCF	16,54	17,88	8,8%	0,7%	15,06
<u>Méthodes retenues à titre informatif</u>					
Comparables boursiers médians - 1 mois	10,39	17,18	73,3%	4,7%	12,15
Cours de bourse - spot 22/09/2011	11,10		62,2%		11,10
Cours de bourse - moy 1 mois	10,61		69,7%		10,61
Cours de bourse - moy 3 mois	11,19		60,9%		11,19
Cours de bourse - moy 6 mois	10,51		71,3%		10,51

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

6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Ainsi que rappelé en préambule, la présente Offre fait suite à l'acquisition par EFR Holdco de blocs de titres lui conférant la majorité du capital et des droits de vote de la société eFront, ce qui l'a conduit à déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le reste du capital.

Notre rapport est établi au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'Administration d'eFront et dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire, qui interviendrait si le Concert détenait au moins 95 % des droits de vote de la Société à l'issue de la présente Offre, conformément à l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 18 euros par action offert dans le cadre de la présente Offre :

- est identique au prix payé aux actionnaires dirigeants et aux principaux actionnaires financiers de la Société, à l'occasion des transactions permettant à EFR Holdco d'acquérir le contrôle de la Société (les cessions de titres portent sur 75,82% du capital avant dilution et 76,67 % après dilution). Après analyse des contrats et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de la transaction, nous considérons que le prix ressortant de cette acquisition du contrôle de la Société constitue une référence essentielle. Nous constatons par ailleurs que les actionnaires de contrôle ont accepté un différé de paiement sur 25 % du prix de l'action, différé que les actionnaires minoritaires n'auront pas à supporter ;
- est identique à la valeur qui a été retenue pour l'apport de 9,4 % du capital de la Société par les principaux actionnaires dirigeants à EFR Holdco. L'apport a été consenti aux termes d'un accord de réinvestissement stratégique prévoyant des contraintes de lock-up de 10 ans à la charge des dirigeants actionnaires, dirigeants qui s'engagent par ailleurs à continuer à participer au développement de l'activité d'eFront. Ces modalités de réinvestissement des dirigeants dans EFR Holdco ne sont ainsi pas susceptibles de remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de la présente Offre ;
- fait ressortir des primes comprises entre 0,7 % et 8,8 % par rapport aux valeurs issues d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF), étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur.

Bien que la pertinence du cours de bourse d'eFront soit limitée compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes conséquentes par rapport à celui-ci (62,2 % par rapport au cours spot au 22 septembre 2011 et entre 60,9 % et 71,3 % par rapport aux moyennes pondérées sur différentes périodes allant jusqu'à 6 mois). L'opération offre ainsi aux actionnaires d'eFront une liquidité immédiate à un prix supérieur aux cours observés sur les derniers mois et qui plus est, jamais atteint depuis l'introduction de la Société sur Alternext.

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

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 18 euros par action que l'initiateur envisage de proposer dans la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, qui pourrait être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société eFront.

Fait à Paris,
le 7 octobre 2011



Sonia Bonnet-Bernard

AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE DU 6 OCTOBRE 2011

Le 23 septembre 2011, à la suite de l'acquisition par l'Initiateur du Bloc de Contrôle, Goeland EURL, CDC Innovation SAS et Messieurs Pierre Cesarini et José Sancho Garcia ont démissionné de leurs mandats d'administrateur de la Société et Messieurs Deep Shah et Peter Christodoulo ont été cooptés en remplacement, à la demande de l'Initiateur.

Le Conseil d'administration, dorénavant composé de Messieurs Olivier Dellenbach, Deep Shah et Peter Christodoulo, s'est réuni le 6 octobre 2011, sur convocation de son Président, en présence de Madame Sonia Bonnet Bernard, expert indépendant et ,conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, a notamment rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant sur l'intérêt que présente l'Offre ainsi que sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, comme suit :

Après examen des documents relatifs à l'Offre et, notamment, des conclusions de l'Expert Indépendant, du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note en réponse de la Société, le Conseil constate à l'unanimité que:

- (i) le prix de l'Offre, qui s'élève à 18 euros par action, correspond à la fois (i) au prix par action dans le cadre de l'acquisition par EFR Holdings SAS d'une majorité du capital et des droits de vote de la Société auprès, notamment, des fonds gérés par CDC Innovation, Odyssée Venture, OTC et les sociétés RRA Vendôme et IBIM 2 Ltd., (ii) à la valorisation retenue dans le cadre des apports en nature d'actions de la Société à EFR Holdings SAS par son Président et certains de ses cadres dirigeants et (iii) au prix par action convenu dans le cadre des cessions d'actions de la Société à EFR Holdings par ces derniers ;
- (ii) le prix de 18 euros par action représente une prime de 62 % par rapport au cours de bourse des actions de la Société au 22 septembre 2011 (la veille du jour où le cours des actions de la Société a été suspendu), 70 % par rapport à la moyenne pondérée de ses cours de bourse au cours du dernier mois et 61% par rapport à la moyenne pondérée de ses cours de bourse au cours des 3 derniers mois;
- (iii) Madame Sonia Bonnet-Bernard, du cabinet Ricol Lasteyrie, Expert Indépendant, a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a conclu au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix par action de 18 euros proposé par EFR Holdings SAS ;
- (iv) EFR Holdings SAS a indiqué, dans son projet de note d'information, avoir l'intention de fournir à la Société les moyens financiers et à lui apporter le soutien nécessaire pour lui permettre de réaliser son potentiel de développement et réinvestir dans son activité, y compris si cela entraîne une réduction de la rentabilité à court terme de la Société ;

- (v) selon le projet de note d'information, EFR Holdings SAS réfléchit à la possibilité de mettre en place un contrat de liquidité couvrant les actions qui seront le cas échéant émises sur exercice de ceux des options de souscription d'actions et BSPCE attribués par la Société non encore exerçables pendant l'Offre ;
- (v) le rapprochement avec Francisco Partners est l'aboutissement de réflexions de la Société sur la meilleure manière de mettre en œuvre sa stratégie de développement,

Le Conseil d'administration de la Société, après en avoir délibéré, décide à l'unanimité que :

- (i) les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par CM-CIC Securities, l'établissement présentateur de l'Offre, et l'Expert Indépendant faisant apparaître que l'Offre assure aux actionnaires minoritaires une prime significative au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et
- (ii) le projet de l'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Dans la mesure où l'Offre représente pour les actionnaires minoritaires une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables, le Conseil décide, en outre, à l'unanimité de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil décide par ailleurs, à l'unanimité, d'approuver le projet de note en réponse de la Société, tel qu'il vient de lui être présenté.

Enfin, le Conseil, à l'unanimité, donne tous pouvoirs au Président du Conseil d'administration, avec faculté de subdéléguer à toute personne de son choix, à l'effet de :

- signer le projet de note en réponse de la Société;
- signer tout document en lien avec le projet de note en réponse de la Société, en ce compris le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment, juridiques, comptables et financières de la Société;
- signer toute attestation requise dans le cadre de l'Offre; et
- plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre.

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

A l'exception des accords cités au paragraphe 1.2.2 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucune clause d'accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

5 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1 STRUCTURE DU CAPITAL

A la connaissance de la Société, le capital de la Société était réparti, juste avant et juste après l'acquisition du Bloc de Contrôle réalisée le 23 septembre 2011 et visée au paragraphe 1.2 ci-dessus, ainsi qu'il est indiqué dans ce même paragraphe.

La Société a par ailleurs attribué des options de souscription d'actions et des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise ainsi qu'il est décrit au paragraphe 1.2 ci-dessus.

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

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

A l'exception des opérations mentionnées au paragraphe 1.2 ci-dessus et du reclassement préalable au 23 septembre 2011, par la société Information Business Intégration AG au profit de l'entité liée IBIM 2 Ltd de 521 256 actions de la Société, aucune opération n'a été réalisée sur les actions de la Société par la Société elle-même ou, à la connaissance de la Société, par l'un quelconque de ses administrateurs, dirigeants ou affiliés au cours des 60 jours précédant le 23 septembre 2011.

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

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

Il n'existe pas de restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions de la Société.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord autre que ceux mentionnées au paragraphe 1.2 qui pourrait entraîner des restrictions au transfert et à l'exercice des droits de vote.

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

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

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

Néant.

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

Néant.

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

Conformément aux pratiques courantes du secteur d'activité de la Société, une large partie des contrats commerciaux de la Société et notamment des contrats de licence de produits contiennent des dispositions s'apparentant à des clauses de changement de contrôle requérant soit une notification des cocontractants soit ouvrant une possibilité théorique de résiliation dans certains cas. A la suite du changement de contrôle de la Société intervenu le 23 septembre 2011, les cocontractants concernés en ont été informés et la Société n'a, au jour de la

présente note en réponse, reçu aucune demande de modification ou de résiliation d'aucun contrat à ce titre.

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

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Le conseil d'administration de la Société est composé de 3 membres au moins et de 5 membres au plus, personnes physiques ou morales, nommées par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés. L'assemblée générale ordinaire peut révoquer tout membre du conseil d'administration à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

La durée des fonctions d'administrateur est de 6 années au plus et leur mandat est renouvelable.

Le nombre d'administrateurs personnes physiques et de représentants permanents de personnes morales âgés de plus de 70 ans ne peut dépasser, au 30 septembre de l'année, le tiers, des administrateurs en fonction.

5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société ne peut modifier les statuts de la Société que sur proposition du conseil d'administration. Elle ne délibère valablement que si, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième, au moins des actions ayant le droit de vote sont présentes ou représentées. Les décisions extraordinaires sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

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

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

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

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

Par ailleurs, certaines décisions relevant de la compétence du Directeur Général de la Société doivent faire l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration statuant, selon le cas à la majorité simple ou à la majorité qualifiée des 4/5ème.

5.9 ACCORDS/CONTRATS/PROTOCOLES ENTRE LA SOCIETE ET LES ADMINISTRATEURS OU AUTRES MANDATAIRES SOCIAUX

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

Le présent tableau indique le nombre d'actions, de BSPCE et d'options de souscription d'actions détenus par les administrateurs postérieurement à la cession du Bloc de Contrôle intervenue le 23 septembre 2011 et décrite au paragraphe 1.2.1 ci-dessus :

Administrateurs	Actions	BSPCE	Stock Options
Olivier Dellenbach	301.366	296.124	Néant
Deep Shah	Néant	Néant	Néant
Peter Christodoulo	Néant	Néant	Néant

5.9.2 Rémunération et avantages des administrateurs et mandataires sociaux

5.9.2.1 *Administrateurs*

A l'exception de Monsieur Jean de Castries, ancien administrateur, qui a reçu 4.000 euros à titre de jetons de présence au cours de l'exercice 2008, 8.000 euros au cours de l'exercice 2009 et 5.000 au cours de l'exercice 2010, aucun mandataire social n'a perçu de jetons de présence au cours des trois derniers exercices. Monsieur Olivier Dellenbach, Président Directeur General, est bénéficiaire des 296.124 BSPCE mentionnés au paragraphe 5.9.1 ci-dessus.

5.9.2.2 *Cadres dirigeants*

Deux mandataires sociaux ont bénéficié de l'octroi de rémunérations au cours des trois derniers exercices :

- Monsieur Olivier Dellenbach, au titre de ses fonctions de Directeur Général,
- Monsieur Laurent Breboin, au titre de ses fonctions de Directeur Général délégué.

	Mandataires sociaux concernés	2008	2009	2010
Rémunérations fixes	Olivier Dellenbach	160 000 €	160 001 €	160 000 €
	Laurent Breboin	Néant	115 385 €	121 405 €
Rémunérations variables	Olivier Dellenbach	51 481 €	64 160 €	130 999 €
	Laurent Breboin	Néant	Néant	226 000 €
Avantages divers	Olivier Dellenbach	4 440 €	4 440 €	3 624 €
	Laurent Breboin	Néant	4 000 €	4 800 €
Total		215 921 €	347 986 €	646 828 €

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

Néant.

5.11 AUTRES INFORMATIONS

Une mise à jour de l'information publique de la Société figure dans le document « Autres informations » qui sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF. Un avis sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

6 INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS

Monsieur Olivier Dellenbach, Président Directeur Général, s'est engagé à transférer à l'Initiateur, dans les termes décrits au paragraphe 1.2 ci-dessus, l'intégralité de sa participation dans la Société.

Les deux autres administrateurs, Messieurs Deep Shah et Peter Christodoulo, cooptés en remplacement d'administrateurs démissionnaires sur proposition de l'Initiateur après son acquisition du Bloc de Contrôle, ne détiennent aucune action de la Société.

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

Monsieur Olivier Dellenbach, Président Directeur Général