

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS REMBOURSABLES DE LA SOCIETE



INITIEE PAR



PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR CAMELEON SOFTWARE



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 25 octobre 2013. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF. **Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.**

Avis important

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de Cameleon Software (www.cameleon-software.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Cameleon Software

Le Galilée - 185 rue Galilée - 31670 Labège

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

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

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
	2.1 <i>Motifs de l'Offre</i>	5
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	6
	3.1 <i>Protocole d'Accord</i>	6
	3.2 <i>Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société</i>	8
	3.3 <i>Liquidité des Actions Gratuites.....</i>	8
	3.4 <i>Autres accords dont la Société a connaissance.....</i>	8
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE	10
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE	12
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE	12
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	12
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	12
	8.1 <i>Structure du capital de la Société.....</i>	12
	8.2 <i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce</i>	13
	8.3 <i>Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....</i>	13
	8.4 <i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	13
	8.5 <i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....</i>	14
	8.6 <i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote</i>	14
	8.7 <i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société</i>	14
	8.8 <i>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres ...</i>	14
	8.9 <i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société</i>	15
	<i>A la connaissance de Cameleon Software, les accords conclus par la Société susceptibles d'être impactés par un changement de contrôle de celle-ci sont les suivants :</i>	15
	8.10 <i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de Caméléon Software ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique</i>	15
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
1.	CONTEXTE DE L'OPERATION	17
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
	2.1 <i>Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés.....</i>	18
	2.2 <i>Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois</i>	18
	2.3 <i>Déclaration d'indépendance.....</i>	18
	2.4 <i>Rémunération de l'expert indépendant</i>	19
	2.5 <i>Diligences effectuées par l'expert</i>	19
3.	PRESENTATION DE CAMELEON SOFTWARE	21

3.1	<i>Historique de la Société</i>	21
3.2	<i>Performances financières consolidées depuis 2008</i>	23
3.3	<i>Plan d'affaires prévisionnel 2013-2015</i>	25
4.	TRAVAUX D'EVALUATION	26
4.1	<i>Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Cameleon</i>	26
4.2	<i>Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Cameleon</i>	27
4.3	<i>Offre relative aux BSAR</i>	37
5.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE	42
6.	CONCLUSION	44
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	46
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	46

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société PROS Holdings, Inc., société régie par le droit du Delaware aux Etats-Unis, dont le siège social est sis 3100 Main Street, Ste 900, Houston, TX 77002, Etats-Unis (ci-après l'« **Initiateur** »), a déposé le 25 octobre 2013 un projet d'offre publique d'achat aux termes duquel elle propose de manière irrévocable aux titulaires d'actions et de bons de souscription d'actions remboursables (les « **BSAR** ») émis par la société Cameleon Software, société anonyme au capital de 2.802.564 euros, dont le siège social est situé 185, rue Galilée – 31670 Labège, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Toulouse sous le numéro 341 081 743 (« **Cameleon Software** » ou la « **Société** »), d'acquérir leurs titres dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Les actions et les BSAR émis par la Société (ci-après désignés ensemble les « **Titres** ») sont admis aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (ci-après « **NYSE Euronext Paris** ») : (i) sous le code ISIN FR0000074247 (mnémonique CAM) s'agissant des actions, et (ii) sous le code ISIN FR0010772921 (mnémonique CAMBS) s'agissant des BSAR.

Le projet d'Offre porte sur :

- (i) la totalité des actions existantes de la Société au prix de deux euros et cinq centimes (2,05 €) par action, à l'exclusion des 50.815 actions auto-détenues à la date du 23 octobre 2013, et des 550.000 actions issues d'actions gratuites dont la période de conservation expire le 21 juin 2015 (visées ci-après), soit, à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 10.704.178 actions existantes (les « **Actions** ») ;
- (ii) les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-après), à raison (a) de l'exercice des BSAR, (b) de l'exercice d'options de souscription attribuées par la Société (ci-après les « **Options** »), soit à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 2.765.763¹ actions Cameleon Software nouvelles ; et
- (iii) la totalité des BSAR au prix de 1,33 euros par BSAR, soit, à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 2.522.409 BSAR.

Il est également précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les actions gratuites définitivement attribuées à la date du présent projet de note en réponse dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte et sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), soit un nombre de 550.000 actions gratuites (les « **Actions Gratuites** »).

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans le délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte (telle que définie ci-après), la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si les actions de la Société non apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte par les minoritaires (à l'exclusion des Actions Gratuites qui ne peuvent être apportées à l'Offre) ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote existants de la Société. Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur toutes les actions de la Société non apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte par les minoritaires (à l'exclusion des Actions Gratuites qui ne peuvent être apportées à l'Offre), moyennant indemnisation des actionnaires concernés au prix de deux euros et vingt centimes (2,20€) par action.

L'Initiateur se réserve également la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans le délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte (telle que définie ci-après), la mise en œuvre

¹ 243.354 actions nouvelles sur exercice des Options et 2.522.409 actions nouvelles sur exercice des BSAR. 243.354 Options seront exerçables d'ici la clôture de l'Offre ; en conséquence, les actions nouvelles sous-jacentes aux Options, qui représentent 243.354 actions pourront en principe être apportées à l'Offre.

d'une procédure de retrait obligatoire si les actions de la Société non apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte par les minoritaires (à l'exclusion des Actions Gratuites qui ne peuvent être apportées à l'Offre) et les actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSAR non apportés à l'Offre ou à l'Offre Réouverte, ne représentent pas plus de 5 % de la somme des actions existantes de la Société et des actions nouvelles susceptibles d'être créées du fait de l'exercice des BSAR. Dans un tel cas, le retrait obligatoire serait effectué moyennant l'indemnisation des porteurs de BSAR concernés au prix de 1,48 euros par BSAR le cas échéant.

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95 % des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société et les BSAR qui ne seront pas détenus directement ou indirectement par lui. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera soumis au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celui-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Bryan Garnier & Co., qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Faisant application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur soumet son Offre à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'Actions tel que l'Initiateur détienne au moins soixante cinq pour cent (65%) du capital de la Société sur une base non diluée (le « **Seuil de Réussite** »).

Le Seuil de Réussite en pourcentage de capital est calculé de la manière suivante :

- au numérateur, le nombre total d'actions valablement apportées à l'Offre au jour de clôture de l'Offre ;
- au dénominateur, le nombre total d'actions émises par la Société (à l'exclusion des actions auto-détenues et des Actions Gratuites).

L'Initiateur et les porteurs de Titres ne sauront pas si le Seuil de Réussite sera atteint avant la publication par l'AMF du résultat provisoire voire définitif de l'Offre, qui interviendra après la clôture de cette dernière.

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

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera, en principe, au moins 10 jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 Motifs de l'Offre

L'Offre a été présentée par l'Initiateur volontairement, à titre amical.

PROS Holdings, Inc. et Cameleon Software ont fait le constat de la complémentarité de leurs activités respectives, que ce soit sur le plan de l'offre produits, des zones géographiques et réseaux de distribution concernés.

Les sociétés se sont donc rapprochées avec pour objectif, dans le cadre d'un plan industriel structuré, d'accélérer le développement des activités de PROS Holdings, Inc. et de Cameleon Software par les moyens suivants :

- (i) renforcement d'une activité d'édition de logiciels au niveau mondial sur le marché des

CPQ (*configure, price, quote* pour configuration de produits, tarification, création de devis) et d'eCommerce, en combinant les actifs de Cameleon Software en France et aux Etats-Unis avec ceux de PROS Holdings, Inc. dans le reste du monde dans ce domaine ;

- (ii) atteinte d'une taille critique permettant à l'entité combinée de jouer un rôle beaucoup plus important auprès des clients souhaitant rationaliser leurs processus de vente, en utilisant la science des données pour segmenter leurs bases clients et adapter leurs produits pour chaque client à chaque instant au meilleur prix.

La Société est entrée le 23 juillet 2013 en négociations exclusives avec l'Initiateur.

Le 27 septembre 2013 l'Initiateur a remis une lettre d'offre indicative à la Société précisant les principaux termes et conditions de l'Offre.

PROS Holdings, Inc. et Cameleon Software ont signé en date du 24 octobre 2013 un protocole d'accord (*Tender Offer Agreement*) précisant les termes de l'Offre visée dans le projet de note d'information de l'Initiateur et dont les principales caractéristiques sont décrites à la Section 3.1 ci-après.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

3.1 Protocole d'Accord

En application d'un protocole d'accord intitulé en langue anglaise « *Tender Offer Agreement* » conclu le 24 octobre 2013 entre l'Initiateur et la Société (le « **Protocole d'Accord** »), l'Initiateur et la Société sont notamment convenus de ce qui suit :

- l'engagement de la Société de ne pas rechercher, solliciter, entreprendre ou poursuivre, des discussions ou négociations avec un tiers, ou fournir toute information à celui-ci, concernant toute offre concurrente à l'Offre ou tout autre type d'opération qui pourrait mener à l'acquisition, directe ou indirecte, des actions ou autres titres de la Société ;
- l'obligation pour la Société d'informer l'Initiateur de la réception de toute manifestation d'intérêt susceptible d'aboutir à une offre concurrente ;
- le droit pour l'Initiateur, en cas d'offre concurrente, de modifier les termes de son Offre dans les 5 jours ouvrés à compter de la publication du communiqué de presse conformément à l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, et dans le cas où l'AMF déclarerait cette offre révisée de l'Initiateur conforme, le Conseil d'administration de la Société recommandera à nouveau cette offre révisée ;
- l'engagement de la Société de gérer le groupe Cameleon et ses activités dans le cours normal des affaires jusqu'au règlement-livraison des titres ou de la réouverture de l'Offre ;
- l'engagement de la Société jusqu'au règlement-livraison des titres de ne pas procéder à des distributions de dividendes ;
- l'engagement de la Société (tant pour elle-même que pour ses filiales) jusqu'au règlement-livraison des titres de ne pas effectuer sans l'accord préalable de l'Initiateur un certain nombre d'actes en dehors du cours normal des affaires, tels que :
 - fusion, apport ou scission,
 - modification des statuts ou de la structure du capital,
 - acquisition directe ou indirecte de toute participation, ou activité, ou actif significatif ou une autre entité, ou établissement d'un partenariat avec une autre entité,

- vente ou cession de tout actif (à l'exclusion des contrats de licence conclus dans le cours normal des affaires) pour un montant global supérieur à 50.000 euros,
 - acquisition de tous actifs ou services pour un montant global supérieur à 150.000 euros,
 - constitution de tout nantissement d'actions,
 - modification, résiliation ou non-renouvellement de tout contrat significatif en dehors du cours normal des affaires,
 - embauche de tout salarié ayant un revenu brut excédant 80.000 euros, ou
 - modification des pratiques commerciales mises en place au sein de la Société et notamment sa politique de prix.
- l'engagement de la Société de verser à l'Initiateur une indemnité de rupture contractuelle d'un montant de (i) 750.000 euros si la Société recommande une offre concurrente qui ne serait pas déclarée conforme par l'AMF, ou si la Société prend des mesures susceptibles de modifier sa consistance et de permettre le retrait de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF et (ii) de 500.000 euros en cas d'offre concurrente déclarée conforme par l'AMF et faisant l'objet d'un avis de résultat publié par l'AMF confirmant le succès de l'offre,
 - l'engagement de l'Initiateur de verser à la Société une indemnité de rupture contractuelle d'un montant de 500.000 euros au cas où celui-ci ne déposerait pas son projet d'offre à l'AMF au plus tard le 31 octobre 2013,
 - l'engagement de l'Initiateur de faire en sorte que la Société conclue, dès la première réunion du Conseil d'administration de la Société ayant coopté les représentants de l'Initiateur et nommé un nouveau Président-Directeur Général, un contrat de travail avec Monsieur Jacques Soumeillan et un avenant au contrat de travail de Madame Françoise Asparre prévoyant :
 - en plus de leur rémunération fixe restée inchangée, une rémunération variable : « bonus de base », dont le versement est conditionné par l'atteinte d'objectifs minima (35% de critères de performance individuelle et 65% de critères de performance collective). Les objectifs minima et les critères de performance collective seront définis et communiqués par le management de PROS Holdings, Inc. au plus tard le 28 février de chaque année. Les critères individuels négociés avec chaque salarié à la même date. A ce bonus de base, s'ajoute pour Monsieur Jacques Soumeillan un « bonus de surperformance » versé en cas de dépassement des objectifs. Le montant du bonus de surperformance sera versé intégralement en cas d'atteinte de l'objectif de surperformance tel que défini par le management de PROS Holdings, Inc. avant le 28 février de chaque année et proportionnel au pourcentage de réalisation de cet objectif de surperformance s'il n'est pas atteint à 100%.

	Rémunération brute fixe annuelle (€)	Rémunération brute variable (€)	Bonus surperformance brut (€)
Jacques Soumeillan	138 500	80 000	40 000
Françoise Asparre	102 500	40 000	N/A

- Monsieur Jacques Soumeillan et Madame Françoise Asparre bénéficieront chacun d'une prime exceptionnelle respectivement égale à 120 000 € et 40 000 € bruts. Cette prime sera versée au terme d'un délai de 24 mois suivant

la date de publication de l'avis de résultat de l'AMF déclarant la réussite de l'Offre (à l'exception de Madame Asparre qui la recevra le 31 octobre 2014).

- Monsieur Jacques Soumeillan bénéficiera d'une indemnité contractuelle de rupture (sauf licenciement pour faute grave ou lourde) égale à 24 mois de salaire brut en cas de rupture au cours des 24 mois suivant la date de prise d'effet de son contrat, réduite à 18 mois de salaire brut si la rupture intervient après ce délai.
- Madame Françoise Asparre bénéficiera d'une indemnité contractuelle de rupture égale à 9 mois de salaire brut, qui lui sera versée en cas de départ à la retraite ou de rupture du contrat de travail, quelle qu'en soit la cause.
- Monsieur Jacques Soumeillan et Madame Françoise Asparre seront soumis à une clause de non-concurrence de 24 mois, dont la contrepartie financière est égale à 50% du salaire mensuel brut globale (fixe et variable).

3.2 Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société

A la date de dépôt de la présente Offre, Monsieur Jacques Soumeillan, Madame Françoise Asparre, Monsieur Thibault de Bouville, Madame Sylvie Rougé, l'IRDI et SOPROME ont conclu avec l'Initiateur des engagements d'apport à l'Offre portant sur l'intégralité de leurs Titres. Ces engagements portent sur un total de 2.042.191 Actions et 1.480.708 BSAR. Ces engagements d'apport prévoient que :

- l'actionnaire s'engage à apporter ses Actions à l'Offre et à ne pas solliciter ou encourager une offre concurrente; et
- l'engagement d'apport devient caduc notamment (i) en cas de défaut de déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF au plus tard le 20 décembre 2013, (ii) en cas d'offre concurrente (mais reprend tous ses effets en cas de surenchère de l'Initiateur), (iii) en cas de retrait de l'Offre ou si celle-ci est expirée.

3.3 Liquidité des Actions Gratuites

La Société a émis, à la date du présent projet de note d'information, 550.000 actions gratuites dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

PROS Holdings, Inc. a donc conclu avec les titulaires d'actions gratuites, un contrat de liquidité comportant :

- une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires d'Actions Gratuites, exerçable pendant 3 mois à compter de la fin de la période d'indisponibilité ;
- suivie d'une promesse de vente consentie par les titulaires des Actions Gratuites, au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier à compter de la fin de la période d'indisponibilité jusqu'au cinquième anniversaire de la signature du contrat de liquidité.

Le prix des promesses de vente et d'achat est calculé sur la base de l'évolution du chiffre d'affaires de la Société entre le 1^{er} janvier 2011 et le 30 juin 2015.

3.4 Autres accords dont la Société a connaissance

- a) Avenants aux contrats de travail de Monsieur Thibault de Bouville et Madame Sylvie Rougé

Concomitamment à la signature du Protocole d'Accord, la Société a conclu avec Monsieur Thibault de Bouville et Madame Sylvie Rougé des avenants à leurs contrats

de travail, qui n'entreront en vigueur que sous réserve de la publication de l'avis de résultat par l'AMF déclarant le succès de l'Offre, lesquels prévoient :

- en plus de leur rémunération fixe restée inchangée, une rémunération variable : « bonus de base », dont le versement est conditionné par l'atteinte d'objectifs minima (35% de critères de performance individuelle et 65% de critères de performance collective). Les objectifs minima et les critères de performance collective seront définis et communiqués par le management de PROS Holdings, Inc. au plus tard le 28 février de chaque année. Les critères individuels négociés avec chaque salarié à la même date. A ce bonus de base, s'ajoute pour Monsieur Thibault de Bouville un « bonus de surperformance » versé en cas de dépassement des objectifs. Le montant du bonus de surperformance sera versé intégralement en cas d'atteinte de l'objectif de surperformance tel que défini par le management de PROS Holdings, Inc. avant le 28 février de chaque année et proportionnel au pourcentage de réalisation de cet objectif de surperformance s'il n'est pas atteint à 100%.

	Rémunération brute fixe annuelle (€)	Rémunération brute variable (€)	Bonus sur-performance brut (€)
Thibault de Bouville	102 500	40 000	10 000
Sylvie Rougé	82 000	20 000	N/A

- Madame Sylvie Rougé sera désormais soumise à une clause de non-concurrence de 24 mois, dont la contrepartie financière est égale à 50% du salaire mensuel brut globale (fixe et variable).

b) Engagements relatifs à l'attribution d'actions gratuites

L'Initiateur s'est engagé en cas de succès de l'Offre à consentir des actions gratuites (« RSUs ») de PROS HOLDINGS, Inc. (avec et sans critères de performance) à Messieurs Jacques Soumeillan et Thibault de Bouville et Mesdames Françoise Asparre et Sylvie Rougé, dans les proportions indiquées ci-après. Ces actions gratuites feront l'objet d'une période d'acquisition de deux ans, suivie d'une période d'indisponibilité de deux ans, conformément aux dispositions applicables du droit français.

Nom	RSUs sans critère de performance	RSUs avec critères de performance
Jacques Soumeillan	9.000	8,000
Françoise Asparre	-	2,000
Thibault de Bouville	5.000	4,000
Sylvie Rouge	4,000	4,000

A l'exception des accords et engagements décrits à la présente section 3, il n'existe à la connaissance de l'Initiateur aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 24 octobre 2013, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre. L'ensemble des membres du Conseil était présent, y compris les membres indépendants, à l'exception de Madame Françoise Asparre, absente et excusée. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Jacques Soumeillan, en qualité de Président du Conseil d'administration.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- (i) du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Bryan, Garnier & Co en qualité de banque présentatrice de l'Offre ;
- (ii) du rapport du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, expert indépendant, conformément aux articles 261-1 I, 2°, 4°, 5° et II du règlement général de l'AMF ; et
- (iii) du projet de note en réponse de Cameleon Software.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres présents du Conseil d'administration, y compris ses membres indépendants :

« Après en avoir débattu, et au vu des documents susvisés, les membres du Conseil d'administration constatent que :

- *le prix proposé de 2,05 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 20% par rapport au cours de bourse de clôture du 23 octobre 2013 qui s'élevait à 1,71 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre, et de respectivement 23% et 45% sur les moyennes des cours 1 et 3 mois (pondérés par les volumes) précédant le dépôt du projet d'Offre à l'AMF ;*
- *un complément de prix de 0,15 euros par action est offert aux actionnaires de la Société dans l'hypothèse où l'Initiateur franchirait le seuil de 95% des droits de vote de la Société au plus tard le 31 décembre 2014 sur une base entièrement diluée (en excluant les 550.000 actions gratuites attribuées le 21 juin 2013 à M. Jacques Soumeillan, Mme Françoise Asparre et M. Thibault de Bouville (les « **Actions Gratuites** »), mais en tenant compte des actions auto-détenues par la Société, comme si ces dernières étaient détenues par l'Initiateur) ;*
- *le prix proposé par BSAR a été déterminé sur la base du prix par action offert dans le cadre de l'Offre et s'élève à 1,33 euros par BSAR. Ce prix représente une prime de 36% par rapport au cours de bourse de clôture du 23 octobre 2013 qui s'élevait à 0,98 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre, et de respectivement 47% et 90% sur les moyennes des cours 1 et 3 mois (pondérés par les volumes) précédant le dépôt du projet d'Offre à l'AMF ;*
- *un complément de prix de 0,15 euros par action est offert aux porteurs de BSAR de la Société dans l'hypothèse où l'Initiateur franchirait le seuil de 95% des droits de vote de la Société au plus tard le 31 décembre 2014 sur une base entièrement diluée (en excluant les 550.000 Actions Gratuites, mais en tenant compte des actions auto-détenues par la Société, comme si ces dernières étaient détenues par l'Initiateur) ;*
- *l'Expert Indépendant estime que les opérations connexes à l'Offre, à savoir la conclusion d'un contrat de liquidité et d'un contrat de travail et d'avenants à des contrats de travail avec certains actionnaires de la Société et des engagements de l'Initiateur d'octroyer des actions gratuites à certains salariés actionnaires de la Société, ne remettent pas en cause l'équité du prix de l'Offre ;*
- *le rapprochement de PROS Holdings Inc. et Cameleon permettrait de mettre à profit la complémentarité des activités respectives des deux sociétés et d'accélérer le développement de celles-ci par les moyens suivants :*
 - (i) *renforcement d'une activité d'édition de logiciels au niveau mondial sur le marché des CPQ (configure, price, quote pour configuration de produits, tarification, création de*

devis) et d'eCommerce, en combinant les actifs de Cameleon en France et aux Etats-Unis avec ceux de PROS Holdings, Inc. dans le reste du monde dans ce domaine ;

- (ii) atteinte d'une taille critique permettant à l'entité combinée de jouer un rôle beaucoup plus important auprès des clients souhaitant rationaliser leurs processus de vente, en utilisant la science des données pour segmenter leurs bases clients et adapter leurs produits pour chaque client à chaque instant au meilleur prix.
- l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. A ce titre, l'Initiateur envisage, grâce aux équipes de Cameleon Software de premier niveau basées à Toulouse, Paris, Lyon, et Chicago, de procéder dans les meilleurs délais à l'intégration des activités de la Société au sein de ses propres activités et notamment de combiner les deux lignes de produits afin de fournir aux clients du groupe PROS Holdings, Inc. une gamme de produits et services plus étendue, ainsi que des équipes de vente et de services plus étoffées avec une approche plus large et plus globalisée.
- aucune restructuration significative en matière d'emploi n'est envisagée à la suite de l'opération, et l'Initiateur soutient la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines actuellement en place au sein de la Société ;
- à l'issue de l'Offre et en cas de suite positive, l'Initiateur prévoit de modifier la composition du Conseil d'administration de la Société pour refléter son nouvel actionnariat et obtenir ainsi la majorité du Conseil d'administration de la Société ;
- l'Initiateur prévoit également de transformer la Société en société par actions simplifiée s'il devenait le seul actionnaire de cette dernière, conformément aux lois et règlements applicables.
- dans l'hypothèse où :
 - (i) les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (hors Actions Gratuites), l'Initiateur procèdera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, augmentée de 0,15 euro par action,
 - (ii) les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5 % de la somme des actions existantes de la Société (hors Actions Gratuites) et des actions nouvelles susceptibles d'être créées du fait de l'exercice des BSAR à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, l'Initiateur procèdera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, augmentée de 0,15 euro par BSAR ,

ou à défaut, si les conditions le permettent, demandera la radiation des actions et BSAR du marché réglementé d'Euronext Paris.

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité de ses membres présents, en ce compris les administrateurs indépendants, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil d'administration, à l'unanimité des membres présents, en ce compris les administrateurs indépendants, recommande aux porteurs d'actions et de BSAR de la Société d'apporter leurs actions et BSAR à l'Offre.

A cet égard, les administrateurs qui détiennent des actions Cameleon (autre ceux qui ont conclu un engagement d'apport) indiquent qu'ils ont l'intention de les apporter à l'Offre.

En outre, le Conseil d'administration décide que les 50.815 actions auto-détenues par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre. »

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE

Les membres du Conseil d'administration de Cameleon Software qui ne sont pas parties aux Engagements d'Apport, à savoir Monsieur Philippe Gaillard, Monsieur Mike Sutton et Madame Amélie Faure, ont indiqué leur intention d'apporter leurs actions et BSAR à l'Offre.

En outre, et en cas de suite positive de l'Offre, Messieurs Jacques Soumeillan et Thibault de Bouville ainsi que Madame Françoise Asparre, et les trois administrateurs indépendants, ont indiqué leur intention de démissionner de leurs fonctions d'administrateur afin de permettre la cooptation de représentants de l'Initiateur.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

Le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 50.815 Actions autodétenues (au 23 octobre 2013) par la Société.

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception (i) du Protocole d'Accord, (ii) des Engagements d'Apport et (iii) des autres contrats et opérations visés dans la Section 3 **Erreur ! Source du renvoi introuvable.** ci-dessus, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de Cameleon Software, d'un montant de 2.802.564 euros, est divisé en 11.210.256 Actions, d'une valeur nominale de 0,25 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

En outre, 94.737 BSAR ont été exercés, donnant droit à 94.737 actions, mais n'ont pas encore fait l'objet d'une constatation d'une augmentation de capital par le Conseil d'administration de la Société.

Le nombre total d'Actions en circulation est donc de 11.304.993 à la date du présent projet de note en réponse.

A la date du présent document, le capital et les droits de vote de Cameleon Software sont répartis comme suit :

Actionnaires	actions	% capital	Droits de vote (théoriques)	% droits de vote
Mr. Jacques Soumeillan	587 387	5,20%	904 774	6,57%
Mr. Thibault de Bouville	346 585	3,07%	549 727	3,99%
Mrs. Sylvie Rouge	108 360	0,96%	216 720	1,57%
Mrs. Françoise Asparre	450 898	3,99%	761 796	5,53%
Autres salariés (nominatif)	3 176	0,03%	6 352	0,05%
IRDI	789 034	6,98%	1 578 068	11,45%
SOPROMECE participations	309 927	2,74%	611 612	4,44%
Flottant	8 657 811	76,59%	9 096 549	66,03%
Autodétention	50 815	0,45%	50 815	0,37%
TOTAL	11 303 993	100,00%	13 776 413	100,00%

En outre, à la date du présent document, il existe :

- 2.522.409 BSAR en circulation, chacun donnant droit à 1 Action, au prix de 0,72 €, dont la période d'exercice vient à échéance le 17 juillet 2014.

- 243.354 stock-options, donnant droit chacune à 1 Action, au prix de 0,85 € par Action, dont la période d'exercice vient à échéance le 6 décembre 2013.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'article 16.III des statuts prévoit qu'aucun actionnaire ne peut exprimer, par lui-même et par mandataire, au titre des droits de vote simple attachés aux actions qu'il détient directement et indirectement et aux pouvoirs qui lui sont donnés, plus de 15 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la société. Toutefois s'il dispose en outre, à titre personnel et/ou comme mandataire, de droits de vote double, la limite ainsi fixée pourra être dépassée en tenant compte exclusivement des droits de vote supplémentaires qui en résultent, sans que l'ensemble des droits de vote qu'il exprime ne puisse excéder 30 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la société. Les limitations prévues ci-dessus deviennent caduques, sans qu'il y ait lieu à une nouvelle décision de l'Assemblée Générale extraordinaire des actionnaires, dès lors qu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes physiques ou morales, vient à détenir plus de 50,01 % des droits de vote, à la suite d'une offre publique d'échange ou d'acquisition visant la totalité des actions de la société.

L'article 13 bis des statuts de la Société prévoit qu'en cas de franchissement du seuil de 2% du capital ou des droits de vote ou un multiple de ce pourcentage, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, est tenue de déclarer à la Société le nombre total d'Actions qu'elle possède par lettre recommandée avec accusé de réception.

A défaut d'avoir été déclarées, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux (2) ans suivant la date de régularisation de la déclaration, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5% au moins du capital en font la demande lors de cette assemblée. Dans ce cas, les Actions privées du droit de vote ne retrouvent ce droit qu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

8.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en section 8.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 2% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

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

L'article 16.II des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'Actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

Toute cession ou transmission d'Actions entraîne la perte du droit de vote double, sauf transmission à un ayant droit par suite de succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, laquelle n'interrompt pas le délai nécessaire à l'acquisition du droit de vote double.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Non applicable.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Nature de la délégation	AG	Durée	Montant nominal maxi. d'augmentation de capital	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	14/06/12	26 mois	531 092,50 € (*)	Non utilisée de capital social
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription	14/06/12	26 mois	1 700 000 € (*)	Non utilisée de capital social
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression de droit préférentiel de souscription et délai de priorité obligatoire par offre au public	14/06/12	26 mois	1 700 000 € (*)	Non utilisée de capital social
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression de droit préférentiel de souscription par placement privé	14/06/12	26 mois	1 700 000 (*)	Non utilisée de capital social et à 20 % du capital par an
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour augmenter le capital en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières	14/06/12	26 mois	10 % (*)	Non utilisée du capital social

Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par émission d'actions réservées aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	27/08/12	26 mois	+ 5 % (*) du capital social	Non utilisée
Autorisation à donner au Conseil d'Administration à l'effet d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux	21/06/11	38 mois	550 000 actions	Utilisée intégralement en 2011
Autorisation à donner au Conseil d'Administration à l'effet de d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux	14/06/12	38 mois	200 000 actions	Non Utilisée
Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration en vue de procéder à l'émission à titre gratuit de bons de souscription d'actions en cas d'offre publique sur la Société	27/08/12	18 mois	5 832 562 €	Non Utilisée
Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration pour diminuer le capital par annulation d'actions rachetées par la société en vue d'un programme de rachat d'actions	27/08/2012	24 mois	10% du capital social	Non utilisée

(*) Le nombre de titres à émettre pourra être augmenté dans les conditions prévues par l'article L 225-135-1 du Code de commerce, et dans la limite des plafonds fixés par l'Assemblée, soit 10 %, lorsque le Conseil d'administration constate une demande excédentaire.

8.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de Cameleon Software, les accords conclus par la Société susceptibles d'être impactés par un changement de contrôle de celle-ci sont les suivants :

- contrat intitulé « *Platform Solution Reseller Agreement* » conclu entre la Société et Salesforce.com Sàrl en date du 21 décembre 2011 ;
- contrat de prêt à taux zéro pour l'innovation conclu avec OSEO le 6 avril 2012 ;
- contrat conclu entre la Société et Lapeyre en date du 24 février 1998 ;
- *Contrat d'assurance Responsabilité des dirigeants* conclu entre la Société et Chubb Compagnie d'Assurances Européenne S.A. en date du 23 janvier 2003.

Cameleon Software fera en sorte d'obtenir, dans la mesure du possible, l'accord préalable de ces cocontractants sur le changement de contrôle envisagé avant la clôture de l'Offre.

Il n'existe aucun autre accord significatif en vigueur, conclu par Cameleon Software, susceptible d'être résilié ou modifié en cas de changement de contrôle de la Société.

8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de Caméléon Software ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe au sein de la Société ou de ses filiales aucun accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société, à l'exception des engagements d'indemnité de départ pris en application de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce, au bénéfice de Monsieur Jacques Soumeillan et de Madame Françoise Asparre,

en cas de révocation ou de non-renouvellement de leurs mandats respectifs (cf. communiqué de la Société du 19 avril 2013).

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

La société américaine PROS Holdings Inc, (ci-après l'« Initiateur », ou « PROS »), envisage de déposer un projet d'offre publique d'achat (ci-après l'« Offre » ou l'« OPA ») visant les actions de Cameleon Software, (ci-après la « Société », ou « Cameleon »), au prix de 2,05 € par action et de 1,33 € par bon de souscription d'action Cameleon, (ci-après les « BSAR2 » ou les « Bons »).

Cette Offre est l'aboutissement d'un processus de consolidation de l'actionnariat initié par le Conseil d'Administration de la Société qui s'est traduit notamment par la recherche d'actionnaire minoritaire, de partenaires industriels ou d'acquéreurs potentiels, leur sélection et l'ouverture d'une salle d'information électronique en juillet 2013. Au terme de ce processus de sélection, le 27 septembre 2013, les actionnaires dirigeants de la Société sont entrés en phase de négociations exclusives avec l'Initiateur, ce qui aboutira, le 24 octobre 2013, à la conclusion d'un Protocole d'Accord par lequel, notamment, ces derniers s'engageront à apporter leurs titres³ à l'Offre. Ce Protocole prévoit également plusieurs dispositions connexes qui ont pour but i) d'organiser la liquidité future des actions gratuites acquises par certains dirigeants et dont la période de conservation expire le 21 juin 2015, ii) et d'établir avec les principaux dirigeants de nouveaux contrats de travail ou de modifier les contrats existants par avenant. Ces dispositions sont analysées au sein du paragraphe relatif aux opérations connexes du présent rapport.

La présente Offre est soumise à l'obtention par l'initiateur d'au moins 65% du capital de la Société.

Si elle connaît une issue positive, l'Offre sera réouverte automatiquement dans des termes inchangés. Par ailleurs, au terme de l'Offre, ou dans un délai de 3 mois au terme de l'Offre réouverte, dans le cas où les actions de la Société non apportées ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur se réserve la possibilité de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions et sur les BSAR qui n'auraient pas été apportés aux prix de 2,20 € par action et de 1,48 € par BSAR. Il est précisé que les actionnaires qui auront apporté leurs titres, actions et BSAR, à l'Offre aux prix respectifs de 2,05 € et de 1,33 €, bénéficieront d'un complément de prix, offert jusqu'au 31 décembre 2014, de 0,15 € par titre en cas de mise en œuvre d'une telle procédure. L'Initiateur se réserve également la possibilité, dans le cas il viendrait à détenir ultérieurement au moins 95 % des droits de vote, de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions et les BSAR de la Société qu'il ne détiendrait pas encore. L'Initiateur se réserve enfin la possibilité de demander la radiation des actions et des BSAR de la Société, cette demande étant soumise à l'accord de NYSE Euronext Paris au vue des conditions de liquidité des titres en question.

Dans ce contexte et en application des articles 261-1 I 2°, 4°, 5° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été nommé en qualité d'expert indépendant par le président-directeur général de la Société, Monsieur Jacques Soumeillan, afin :

- d'apprécier le caractère équitable des prix proposés pour les actions et pour les BSAR émis par Cameleon, dans le cadre de l'OPA, et de ceux proposés en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois au terme de l'Offre réouverte ou dans le cas d'un retrait ultérieur pouvant intervenir d'ici le 31 décembre 2014 ;

² Bon de Souscription d'Actions Remboursables

³ En ce compris les actions qui résulteront de l'exercice des options de souscription qu'ils détiennent, ainsi que les BSAR en leur possession, soit 1 033 230 actions (non comprises 550 000 actions gratuites définitivement attribuées) et 1 321 480 BSAR

- de déterminer si les dispositions connexes offertes aux managers ne sont pas de nature à remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre ces derniers et les autres actionnaires de la Société.

Cette nomination sera entérinée par le conseil d'administration du 24 octobre 2013.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après *BM&A*, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. *BM&A* compte 85 collaborateurs, dont 17 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million deux cent mille euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8ème.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). *BM&A* est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2013 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-11	Offre Publique d'Achat	Maesa	F&B Group	CM-CIC Securities
nov-11	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Novagali	Santen	Goldman Sachs
mars-12	Offre Publique d'Echange (action) et d'Achat (ORNANE)	Silic	lcade	BNP Paribas & Crédit Agricole CIB
juin-12	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Metrologic Group	Tridimension Holding	Bryan Garnier
août-12	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	Air Liquide Santé Intern.	BNP Paribas
août-12	Offre Publique Alternative Simplifiée/Augmentation de cap. réservée	E.S.R.	Osiatis	Bryan Garnier

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société Cameleon, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leur conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

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

2.5 Diligences effectuées par l'expert

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

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 1er au 24 octobre 2013, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

Société	Personnes rencontrées/contactées	
Cameleon Software (Cible) Direction	Jacques Soumeillan Thibault de Bouville	Président-directeur général Directeur administratif et financier, administrateur
Financière Cambon Banque conseil de Cameleon Software	Michael Azencot Edwina Bassil	Associé
De Pardieu Brocas Maffei Avocat conseil de Cameleon Software	Patrick Jaïs Delphine Vidalenc	Avocat associé Avocat
PROS Holdings Inc. (Initiateur)	James Denena	Senior director of corporate development, responsable des opérations de M&A de Pros Holdings Responsable Corporate & Financements
Bryan Garnier Banque conseil de PROS & banque représentative	Virgine Lazes Vincent Gasné Pauline Roux	Head of corporate finance Director Corporate finance Associate

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- ii) description de l'activité de la Société et de son marché ;

- iii) analyse du plan d'affaires et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) perspectives d'évolution de l'activité de la Société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité de Cameleon en France et aux Etats-Unis ;
- ii) analyser le contexte général de l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de Cameleon ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) déterminer la valeur par action de la Société et celle des BSAR par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par la Banque et réaliser un examen critique de ses travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de Cameleon et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- des documents de référence des exercices 2005 à 2012, ainsi que le rapport financier semestriel du premier semestre 2013 ;
- de la note d'opération visée par l'AMF le 23 juin 2009, relative à l'émission des BSAR Cameleon ;
- du reporting financier interne relatif au 1er semestre 2013 ;
- du plan de développement 2013-2015 de la Société élaboré par le management ;
- du projet de note d'information relatif à l'Offre ;
- du projet de note d'information en réponse relatif à l'Offre ;
- du rapport d'évaluation établi par la Banque ;
- de la grille des rémunérations et des avantages en actions accordés par PROS Holdings en fonction du niveau de responsabilité de ses cadres ;
- des projets de Protocole d'Accord (le Tender Offer Agreement) entre l'Initiateur et les managers, des contrats de liquidité relatifs aux 550 000 actions issues d'actions gratuites détenues par le management qui ne seront pas apportées à l'Offre, des contrats de travail et avenants à leurs contrats de travail, et d'engagement d'apporter à l'Offre de la part des managers, de SOPROMEC et d'IRDI ;
- d'une manière générale, d'un ensemble d'informations et de documents, notamment historiques.

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

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

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3. PRESENTATION DE CAMELEON SOFTWARE

Cameleon Software est une société anonyme au capital de 2 665 064 €, réparti en 10 660 256 actions de 0,25 € de nominal. Son siège social est situé à Labège (31), 185, rue Galilée. La Société est cotée sur Eurolist compartiment C (Small Cap) de Nyse Euronext Paris (code ISIN FR0000074247). Sa capitalisation boursière atteint environ 19 M€4 sur la base d'un cours de clôture de 1,71 € relevé le 23 octobre 2013, avant annonce de l'Offre.

Au 30 juin 2013, la Société employait 79 personnes dont 60 dédiées aux activités européennes et 19 au marché américain. Au titre de l'exercice 2012, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 10,4 M€ (en augmentation de près de 27 %), dont 8,1 M€ en Europe (essentiellement en France) et 2,3 M€ aux Etats-Unis, pour un résultat opérationnel courant de 570,6 K€, contre une perte de 913,5 K€ en 2011.

Cameleon est dirigée par son président-directeur général, Jacques Soumeillan, cofondateur de la Société avec Françoise Asparre, directrice générale déléguée. Le détail de l'actionnariat au 10 octobre 2013 est présenté dans le tableau suivant :

Actionnaires	Nombre d'actions*	En %	Nombre de droits de vote	En %	Options de souscription	BSAR	Nombre d'actions dilué	En %
Jacques Soumeillan	587 387	5,2%	904 774	6,6%	-	497 896	1 085 283	7,7%
Françoise Asparre	450 898	4,0%	761 796	5,6%	-	332 905	783 803	5,6%
Thibault de Bouville	346 585	3,1%	549 727	4,0%	65 000	326 596	738 181	5,2%
Sylvie Rougé	108 360	1,0%	216 720	1,6%	25 000	164 083	297 443	2,1%
Actionnariat dirigeant au nominatif	1 493 230	13,3%	2 433 017	17,8%	90 000	1 321 480	2 904 710	20,6%
Actionnariat salarié au nominatif	3 176	0,0%	6 352	0,0%	153 354	358 221	514 751	3,7%
IRDI	789 034	7,0%	1 578 068	11,5%	-	159 228	948 262	6,7%
SOPROMEC participations	309 927	2,8%	611 612	4,5%	-	-	309 927	2,2%
Actionnariat financier au nominatif	1 098 961	9,8%	2 189 680	16,0%	-	159 228	1 258 189	8,9%
Flottant	8 597 263	76,7%	9 036 001	66,1%	-	778 217	9 375 480	66,6%
Actions auto-détenues**	17 626	0,2%	-	0,0%	-	-	17 626	0,1%
Total	11 210 256	100,0%	13 665 050	100,0%	243 354	2 617 146	14 070 756	100,0%

* Y compris 550 000 actions gratuites attribuées au management dont la période de conservation expire le 21 juin 2015.

** Hors 46 296 titres détenus dans le cadre du contrat de liquidité

3.1 Historique de la Société

Créée en 1987 à Toulouse, Cameleon Software, anciennement Access Commerce, a été introduite en bourse en novembre 1999. La Société est un éditeur de logiciels d'aide à la vente, spécialisés dans la configuration de produits, leur tarification et la création de devis. Ce secteur communément désigné par l'acronyme CPQ – Configure Price Quote - constitue un marché estimé à environ 300 MUSD et en progression d'environ 25% en 2012 selon l'Institut Gartner. Sur ce marché de niche, la Société revendique une place de 1er acteur européen et de 3e mondial.

L'offre de logiciels est déclinée par la Société au sein de la suite Cameleon qui s'adapte à l'ensemble des canaux de vente, Internet classique, terminaux mobiles, tablettes, centres d'appel et boutiques. Ces logiciels s'appuient sur des technologies Internet et sont conçus de telle sorte qu'ils s'interfacent

⁴ Sur la base d'un nombre égal à 11 210 256 actions, y compris 550 000 actions gratuites définitivement attribuées et non encore admises à la cote.

avec les principaux ERP et CRM⁵ du marché. La Société a ainsi noué des partenariats avec SAP et Salesforce, ainsi qu'avec des intégrateurs, SSII et sociétés de conseil. Le logiciel a été réécrit en 2008 pour s'adapter au mieux au web, ce qui a permis à la Société d'être la première à proposer, en 2010, une solution mobile pour l'iPad/iPhone. Pour demeurer à la pointe de l'innovation, la Société consacre plus de 20% de son chiffre d'affaires à la R&D.

Depuis 2006, la Société a orienté sa stratégie commerciale vers une clientèle grands comptes et comprend dans son portefeuille des assureurs et des mutuelles, comme MMA, SMABTP, MGEN, des industriels, tels Legrand, Thyssen Krupp, Bausch+Lomb et Medtronic, des sociétés de télécoms comme SFR et Gamma Telecom, des éditeurs spécialisés dans la formation, comme Pearson Education et Blackboard, ou d'autres sociétés de service comme le groupe La Poste. De par sa taille encore modeste, la Société présente un chiffre d'affaires relativement concentré. Ainsi, le premier client représentait 15% du chiffre d'affaires consolidé en 2012 (contre 20% en 2011) et les cinq premiers 41% (contre 42% en 2011).

Développeur et propriétaire de ses logiciels, la Société a peu de fournisseurs, le principal d'entre eux étant une société américaine de premier plan auprès de laquelle elle sous-traite la prestation d'hébergement de sa plateforme SaaS (cf. infra).

La commercialisation des logiciels, qui est réalisée historiquement sous forme de vente de licences accompagnées de contrats annuels de maintenance, est également proposée depuis 2009 en mode SaaS, i.e. que le logiciel est mis à disposition à travers une plateforme accessible par internet dans le cadre d'un contrat pluriannuel d'abonnement (généralement 3 ans). Les revenus de maintenance, comme ceux du SaaS, présentent en principe (sauf résiliation) une plus grande stabilité que les ventes de licences, plus sujettes aux aléas conjoncturels, comme ce fut le cas en 2009, année marquée par un recul des budgets d'investissement des grands clients (cf. infra).

Le chiffre d'affaires réalisé en 2012 provient à 32% de ventes de licences (en hausse de près de 21%), 7,4% du SaaS (en hausse de 267%), 32,8% de facturation de maintenance (en hausse de 6%) et 27,7% de facturations de prestation de services (en hausse de 43%), lesquels correspondent pour l'essentiel aux travaux réalisés lors de l'installation des logiciels et aux adaptations spécifiques ultérieures. Le chiffre d'affaires consolidé est réalisé à 77,5% en Europe, en hausse de 21,4%, principalement en France, et pour le solde, soit 22,5%, aux Etats-Unis, en hausse de 50,5%.

⁵ ERP pour Enterprise Resource Planning ou Progiciel de Gestion Intégré (PGI). CRM pour Customer Relationship Management, ou gestion de la relation client.

3.2 Performances financières consolidées depuis 2008

La période 2008 - 2012 a été marquée par de fortes variations du chiffre d'affaires, qui illustrent la sensibilité des ventes de licences à la conjoncture économique (en 2009), ainsi qu'une variabilité spécifique résultant de la granularité de l'activité de la Société. En effet, compte tenu de sa taille modeste, le chiffre d'affaires est sensible à l'évolution d'un nombre restreint de grands contrats, comme en 2008 où un contrat explique plus de 60% de la croissance du chiffre d'affaires consolidé (en hausse de 25% comparé à 2007) ainsi que le recul des ventes intervenu en 2010. Globalement, entre 2008 et 2012, la croissance de l'activité est demeurée modeste, le chiffre d'affaires passant de 9,3 M€ - retraité des activités d'intégration abandonnées en 2010 - à 10,4 M€, soit un rythme annualisé d'environ 3% par an. Il convient de signaler toutefois que :

- retraitée d'un grand contrat dont l'évolution a engendré une forte volatilité sur la période, la croissance tendancielle du chiffre d'affaires est plutôt de 7% par an en moyenne entre 2008 et 2012 (avec une accélération en fin de période) ;
- le développement du SaaS tend, au cours des premières années, à pénaliser la croissance de l'activité du fait du lissage sur 3 ans du produit de licence.

En dépit de cette croissance modérée, et grâce à la maîtrise des charges d'exploitation, en année pleine, le point mort opérationnel a été franchi en 2012 pour la première fois depuis 2008. On notera à cette occasion que les frais d'exploitation ont une forte composante fixe, dont une part importante est attribuable à la R&D. En faisant abstraction des charges calculées selon les normes IFRS (charges de personnel sur actions gratuites, BSA et BSAR, et provisions pour indemnités de fin de carrières) et des crédits d'impôts recherche (classés en subvention selon les normes IFRS), le résultat opérationnel corrigé s'établit ainsi à 513 K€ soit à 4,9% du chiffre d'affaires.

En K€	2008	2009	2010	2011	2012	S1 13	TMVA 2008-2012
CA Europe	8 069	5 600	7 366	6 661	8 089	2 124	0,1%
Variation	39,0%	(30,6)%	31,5%	(9,6)%	21,4%	110,9%	
CA Etats-Unis	1 220	1 388	1 152	1 558	2 344	4 009	17,7%
Variation	(23,9)%	13,8%	(17,0)%	35,2%	50,5%	(3,8)%	
CA	9 289	6 988	8 518	8 219	10 433	6 133	2,9%
Variation	25,4%	(24,8)%	21,9%	(3,5)%	26,9%	18,5%	
Achats consommés	(609)	(215)	(120)	(113)	(220)	(231)	(22,5)%
Charges externes hors CIR*	(2 620)	(1 853)	(2 446)	(2 560)	(2 407)	(1 242)	(2,1)%
Impôts et taxes	(216)	(252)	(190)	(211)	(254)	(138)	4,1%
Charges de personnel hors IFRS 2*, IDR** et CIR***	(5 794)	(5 511)	(5 896)	(6 064)	(6 832)	(3 738)	4,2%
Autres produits et charges d'exploitation	244	(4)	5	59	(105)	(65)	ns
Sous-total	(8 996)	(7 835)	(8 647)	(8 888)	(9 818)	(5 414)	2,2%
EBE avant IFRS 2*, IDR** et CIR***	293	(847)	(129)	(669)	615	718	ns
En % du CA	3,2%	(12,1)%	(1,5)%	(8,1)%	5,9%	11,7%	
Dotations nettes aux provisions	(24)	(123)	(82)	(162)	54	32	
Dotations aux amortissements	(216)	(223)	(204)	(201)	(156)	(73)	
Résultat opérationnel avant IFRS 2*, IDR** et CIR***	53	(1 193)	(415)	(1 032)	513	678	ns
En % du CA	0,6%	(17,1)%	(4,9)%	(12,6)%	4,9%	11,1%	
Produits et charges opérationnels non récurrents	-	(202)	-	(554)	(27)	(8)	
Charge IFRS 2 (BSA, BSAR, actions gratuites)	(251)	(80)	(18)	(80)	(151)	(71)	
Charge IDR (indemnités de départ en retraite)	(1)	22	(26)	(22)	(30)	-	
Résultat opérationnel	(198)	(1 453)	(459)	(1 688)	305	599	ns
En % du CA	(2,1)%	(20,8)%	(5,4)%	(20,5)%	2,9%	9,8%	
Résultat financier	80	25	29	86	57	51	
Impôt sur les sociétés	-	-	-	(0)	-	(2)	
Crédit d'impôt recherche	442	298	271	221	239	73	
Résultat net des activités poursuivies	323	(1 130)	(159)	(1 381)	600	721	16,7%
Résultat net des activités cédées	(4)	819	-	-	-	-	
Résultat net consolidé	319	(311)	(159)	(1 381)	600	721	17,1%

* Charges de stock options et actions gratuites, ** Provisions pour indemnités de fin de carrière, *** Crédit d'impôt recherche

Au premier semestre 2013, le chiffre d'affaires s'élève à 6,1 M€, en hausse de 18,5%, et le résultat opérationnel corrigé à 678,4 K€, soit 11,1% du chiffre d'affaires. Il convient toutefois de noter que les produits intègrent une indemnité de résiliation d'un contrat SaaS ayant un impact positif de 377 K€ sur le chiffre d'affaires et sur le résultat opérationnel (net des revenus contractuels que la société aurait dû percevoir au 1er semestre). Retraités de ce montant, la croissance du chiffre d'affaires s'établit à 11,2% et le taux de marge opérationnelle corrigée ressort à 5,2%. Ce produit exceptionnel illustre la capacité de la Société à être indemnisée de la perte des revenus futurs qui lui sont dus, mais matérialise aussi le risque d'attrition d'une partie du portefeuille SaaS, et relativise le caractère supposé plus pérenne de ce business model comparé à celui de la vente de licences classique.

En termes de flux de trésorerie, comme indiqué dans le tableau ci-après, la capacité d'autofinancement consolidée (CAF) a oscillé entre une insuffisance de 900 K€ (en 2009) et un excédent de 900 K€ (2008), avec une moyenne annuelle légèrement supérieure à l'équilibre (proche de 60 K€). Y compris le 1er semestre 2013, la CAF contribue pour 1 078 K€ à la variation de trésorerie cumulée sur 5,5 années, qui est nettement positive au cours des 18 derniers mois. Ce dégagement de trésorerie a plus que couvert les investissements (601 K€ sur la période hors R&D comptabilisée en charge) et le désendettement de la société (228 K€). Parallèlement, le produit de la cession des activités non-stratégiques (environ 800 K€) a été restitué aux actionnaires sous forme de rachat d'actions (818 K€).

En définitive, la gestion de la trésorerie a donc été très saine indépendamment des variations de besoin en fonds de roulement. Sur ce dernier point, la Société bénéficie d'une situation d'excédent de fonds de roulement ou d'EFR (cf. infra), qui explique au final l'essentiel de la variation cumulée de trésorerie de la période, soit 2,3 M€.

En K€	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	S1 13	Cumul
Résultat net	319	(311)	(159)	(1 381)	600	721	(211)
Dotation / (reprises)	200	349	232	314	58	18	1 170
Moins/(plus)-values de cession	1	(819)	(8)	(36)	41	9	(812)
Charges calculées sur options d'achat	251	80	18	80	151	71	651
Autres charges calculées	77	(80)	171	-	-	2	169
MBA	847	(781)	254	(1 024)	850	821	967
Dotation / (reprises) clients	65	6	32	140	(80)	(53)	111
CAF	913	(775)	286	(884)	771	768	1 078
Variation de BFR brut	(949)	1 400	(681)	231	1 752	160	1 912
Investissement corporels et incorporels	(24)	(72)	(12)	(125)	(175)	(47)	(454)
Investissement financiers	-	-	(15)	(13)	(46)	(73)	(147)
Produits de cession	40	459	5	107	3	25	639
Variation de l'endettement	(21)	(255)	(390)	(203)	609	32	(228)
Augmentation / réduction de capital / dividende	-	85	-	5	0	27	117
Actions propres	-	-	(499)	(166)	(48)	(105)	(818)
Variations de change et de périmètre	4	244	11	(8)	(15)	3	239
Variation de trésorerie	(37)	1 086	(1 295)	(1 056)	2 850	790	2 338

La société affiche un bilan solide, avec une trésorerie de 5,7 M€ à fin juin 2013, qui s'établit à 4,8 M€ une fois déduits les emprunts et dettes contractés auprès d'OSEO et de la COFACE. Cette trésorerie provient pour près de la moitié de l'EFR qui ressort à 2 170 K€ à fin juin 2013. En effet, il convient de noter que les souscriptions en mode SaaS sont facturées d'avance, généralement pour une période de 12 mois, ainsi que les contrats de maintenance, sur des périodes variant du trimestre à l'année. La société comptabilise ainsi des produits constatés d'avance qui représentent environ 1 an du chiffre d'affaires SaaS et maintenance à fin 2012. Les prestations de maintenance étant majoritairement facturées en fin d'année, leur encaissement intervient au 1er trimestre de l'exercice suivant qui connaît de ce fait un pic de trésorerie à niveau d'activité constant.

La trésorerie constitue le premier poste d'actif du bilan. Les créances clients représentent le deuxième poste, dont 85% proviennent à fin 2012 des facturations de souscriptions SaaS et de maintenance mentionnées précédemment. Le montant des créances clients s'établit à 5 M€ fin décembre 2012, ramené à 3 M€ fin juin 2013 compte tenu de la saisonnalité des encaissements de produits de maintenance décrite précédemment.

Les immobilisations sont essentiellement constituées d'un écart d'acquisition de 2,8 M€, relativement ancien, l'activité étant pour le reste peu consommatrice en investissements corporels ou incorporels.

Le passif est constitué principalement des fonds propres consolidés, pour un montant de 5,1 M€ à fin 2012 (5,9 M€ à fin juin 2013). Compte tenu des pertes passées, les fonds propres sociaux de Cameleon Software ressortent à 3,4 M€ à fin 2012, avec un report à nouveau négatif de 3,8 M€, la Société bénéficiant d'importants reports déficitaires s'élevant à 20,8 M€ s'agissant de la France et de 5,2 MUSD aux États-Unis.

Comme évoqué ci-dessus, le second poste du passif est constitué des produits constatés d'avance relatifs aux facturations de la maintenance et des souscriptions en mode SaaS, soit 4,3 M€ à fin décembre 2012, ramenés à 2,7 M€ fin juin 2013 compte tenu de la comptabilisation progressive du chiffre d'affaires (cf. supra).

En K€	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	S1 13
Goodwill	2 844	2 796	2 796	2 796	2 796	2 796
Immobilisations incorporelles	850	752	656	576	476	425
Immobilisations corporelles	357	239	180	137	155	174
Immobilisations financières	43	42	57	57	103	168
Actif immobilisé	4 094	3 830	3 688	3 565	3 530	3 563
Clients et comptes rattachés	7 211	3 492	4 962	5 423	5 045	3 044
Autres actifs courants	1 281	573	545	578	474	447
Actifs circulants	8 492	4 065	5 506	6 002	5 519	3 491
Trésorerie et dépôts à terme	3 282	4 367	3 073	2 017	4 867	5 656
Total actif	15 868	12 262	12 267	11 584	13 917	12 710
BFR / (EFR)	625	(537)	(209)	(617)	(2 145)	(2 170)
En % du CA	6,7%	(7,7)%	(2,5)%	(7,5)%	(20,6)%	(17,7)%

En K€	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	S1 13
Capital	2 894	2 916	2 916	2 655	2 656	2 665
Primes et réserves	3 414	3 835	3 050	3 099	1 877	2 544
Résultat consolidé	319	(311)	(159)	(1 381)	600	721
Ecart de conversion	(23)	(39)	-	(60)	(45)	(38)
Capitaux propres	6 604	6 401	5 807	4 313	5 088	5 892
Engagements de retraite	61	80	106	128	158	184
Provisions pour risques et charges	31	173	174	262	137	72
Autres dettes non courantes	196	152	-	-	-	-
Emprunts et dettes financières LT	807	478	50	62	869	808
Emprunts et dettes financières CT	302	376	414	199	1	94
Fonds de roulement	8 001	7 660	6 552	4 965	6 253	7 049
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	1 701	680	903	872	877	968
Autres passifs courants	6 166	3 922	4 812	5 747	6 788	4 692
Passifs circulants	7 867	4 602	5 715	6 619	7 664	5 661
Total passif	15 868	12 262	12 267	11 584	13 917	12 710

3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2013-2015

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux a été établi par le management dans le cadre de la présente opération. Une première version de ce plan nous a été transmise le 1er octobre 2013. Ce plan est établi dans une optique stand alone, c'est-à-dire qu'il n'est pas tenu compte des éventuelles synergies qui pourraient résulter d'un rapprochement avec l'Initiateur et dont il nous a été indiqué qu'elles n'avaient pas été mesurées.

Nous avons pu constater que ce plan correspondait à des objectifs plus ambitieux que réalistes dans la mesure où il était retenu un taux de succès de 100% pour le passage de la phase de prospection à

celle de contractualisation de nouvelles affaires. Par ailleurs, il n'était retenu aucune attrition sur le portefeuille clients existants. A notre demande, un second plan d'affaires nous a donc été remis le 10 octobre, qui correspond cette fois à l'estimation la plus probable, selon le management, du niveau d'activité et de charges de la Société pour l'année en cours et les deux années suivantes, toujours dans une optique stand alone. Nous considérons désormais ce plan comme un scénario central pouvant s'assimiler raisonnablement à l'espérance mathématique des flux sur lesquels il peut être établi une évaluation de la Société par la méthode des DCF⁶.

Il convient toutefois de rappeler que compte tenu de la granularité de l'activité décrite précédemment, la mise en œuvre de ce plan présente, selon nous, un niveau de risque élevé, auquel vient s'ajouter un risque d'exécution du fait de l'hypothèse de croissance retenue et qui se traduirait, en cas de réalisation, par le doublement du chiffre d'affaires entre 2012 et 2015. Ce scénario introduit en effet une rupture significative dans le rythme de croissance affiché par la Société au cours des 5 dernières années, le management n'ayant pas fait, au cours de cette période, la démonstration de sa capacité à atteindre durant 3 exercices successifs un tel niveau de développement commercial, ni celle à piloter une telle croissance. Par ailleurs, le doublement attendu du chiffre d'affaires, provient majoritairement des ventes réalisées aux États-Unis, ce qui nécessite un renforcement des structures existantes sur place. D'autre part, notre compréhension du plan d'affaires ne nous conduit pas à identifier de pressions tarifaires significatives, ce qui a pour conséquence de générer un effet de levier significatif sur la marge opérationnelle corrigée, qui passerait de près de 5% en 2012 à près de 12% en 2015.

Par conséquent, ce plan d'affaires présente, selon toute vraisemblance, un risque spécifique inhabituellement élevé au regard des situations généralement rencontrées pour évaluer des sociétés de taille équivalente.

Inversement, nous relevons que ni l'initiateur ni la Société, n'ont été en mesure de nous communiquer un éventuel chiffrage des synergies qui pourraient résulter de leur rapprochement. Nous comprenons toutefois que les deux sociétés ont des activités complémentaires et que la suite Cameleon pourrait bénéficier de la force de vente de l'Initiateur pour accélérer la commercialisation de ses produits aux États-Unis, expliquant ainsi l'intérêt industriel de l'opération.

4. TRAVAUX D'EVALUATION

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Nos travaux ont notamment été réalisés sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2013-2015 établi par la direction de la Société dans une optique stand alone.

4.1 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Cameleon

4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les éléments incorporels tels que les écarts d'acquisition, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne rend pas compte de la capacité de la Société à créer de la valeur.

⁶ Pour Discounted Cash-Flow.

A titre d'information, au 30 juin 2013, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre d'actions égal à 11 146 334, y compris 550 000 actions gratuites attribuées au management et net de 63 922 actions auto détenues à cette date, ressort à 0,53 € par action.

4.1.2 Actif net réévalué

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

4.1.3 Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. Ces conditions ne sont pas remplies s'agissant de la Société qui n'a distribué aucun dividende au cours des 5 derniers exercices.

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

4.1.4 Opérations intervenues antérieurement sur le capital de la Société

A notre connaissance, il n'y a pas eu de transaction récente significative sur le capital de la Société. Nous relevons que le 7 mars 2011, les principaux managers de la Société ont acquis 526 722 actions, représentant 4,5% du capital. Cette transaction a été réalisée au prix de 0,60 € par titre, soit un niveau sensiblement égal au cours de bourse de clôture de 0,59 € relevé les 6 et 7 mars selon Thomson Reuters. Cette opération nous semble trop ancienne pour être retenue comme critère d'évaluation, les cours récents étant plus pertinents.

4.1.5 Transaction récente intervenue dans le secteur

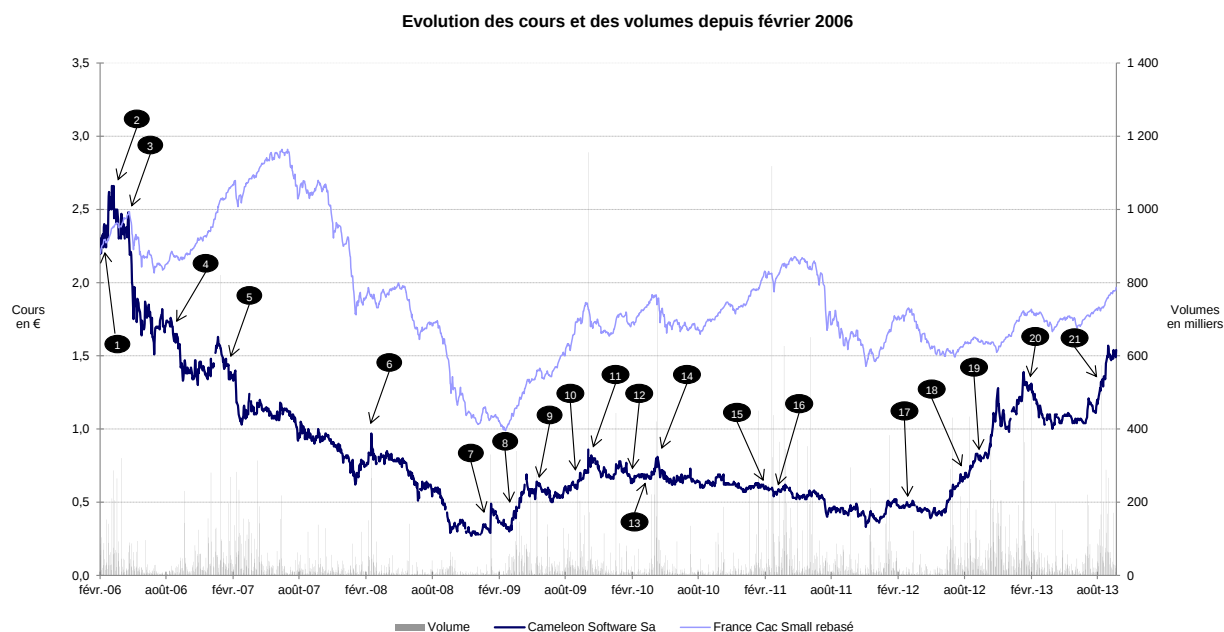
Nous avons examiné l'acquisition faite par Callidus en octobre 2011 de Webcom, spécialiste américain du CPQ. Malheureusement, les informations disponibles au sujet de cette transaction, déjà ancienne, sont trop lacunaires pour être utilisables.

4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Cameleon

4.2.1 Cours de bourse de Cameleon et objectif de cours de la société Portzamparc

L'action Cameleon Software (ex-Access Commerce) a été introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris le 16 novembre 1999 à 18,90 €. Le titre entre notamment dans la composition des indices généraux CAC Small (0,10%) et CAC Mid & Small (0,01%) ainsi que dans les indices sectoriels CAC Software & Computer Services (0,03%) et CAC Technology (0,02%).

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, le CAC Small, depuis début février 2006, soit l'annonce de la mise en œuvre de la nouvelle stratégie de la Société se traduisant par le recentrage sur la commercialisation de la suite de logiciels Cameleon.



Renvois	Dates	Evénements
1	23-févr.-06	Repositionnement des logiciels Cameleon vers de nouveaux marchés : secteur des services, solutions d'aide à la vente multi-canal
2	29-mars-06	Résultats 2005, progression des ventes liées à l'offre Cameleon de 71%
3	3-mai-06	Mise à disposition de l'offre Cameleon sur le service de partage de solutions logicielles de Salesforce.com, acteur majeur dans l'édition de logiciels CRM
4	17-août-06	Levée de 3,8 M€ par augmentation de capital afin de financer le plan de développement de la société (croissance externe, efforts de R&D...)
5	7-févr.-07	Chiffre d'affaires 2006, en-deça des attentes dû à un ralentissement des ventes au T4 2006.
6	5-mars-08	Résultats 2007, chiffre d'affaires en hausse de 20% porté par le développement de l'offre Cameleon à destination des grands comptes français
7	28-janv.-09	Chiffre d'affaires 2008, en croissance de 16% grâce à l'essor des ventes de licence aux entreprises de service
8	1-avr.-09	Cession de l'activité Intégration ERP (13% du chiffre d'affaires 2008) afin de recentrer l'offre logicielle autour de Cameleon
9	11-juin-09	Présentation de Cameleon EasyQuote, logiciel en mode SaaS intégré aux solutions CRM de Salesforce.com
10	5-oct.-09	Cession de la filiale Innocad (11% du chiffre d'affaires 2008) marquant la fin du processus de cession des activités non-stratégiques
11	21-oct.-09	Chiffre d'affaires du T3 2009, en hausse de 22% marqué par l'augmentation des revenus logiciels de 75%
12	25-févr.-10	Résultats 2009, baisse du chiffre d'affaires de 25%
13	1-avr.-10	Changement de dénomination sociale : Access Commerce devient Cameleon Software
14	30-avr.-10	Chiffre d'affaires du T1 2010, en hausse de 30%
15	28-févr.-11	Résultats 2010, progression de 20% du chiffre d'affaires avec, en parallèle, un résultat opérationnel proche de l'équilibre
16	10-mars-11	Annonce de l'acquisition hors marché de plus de 500 000 titres par certains dirigeants de la société
17	30-mars-12	Résultats 2011, chiffre d'affaires impacté défavorablement par la transition de l'offre logicielle vers le SaaS
18	27-août-12	Résultats du S1 2012, retour à un bénéfice opérationnel marqué par une progression des ventes en Amérique du nord de près de 50%
19	17-sept.-12	Lancement de Cameleon Touch, application CPQ pour iPad intégrée aux solutions CRM de Salesforce.com
20	18-févr.-13	Résultats 2012, hausse de 270% des ventes SaaS qui représentent près de 8% du chiffre d'affaires total
21	29-août-13	Résultats du S1 2013, progression du bénéfice opérationnel de 97%

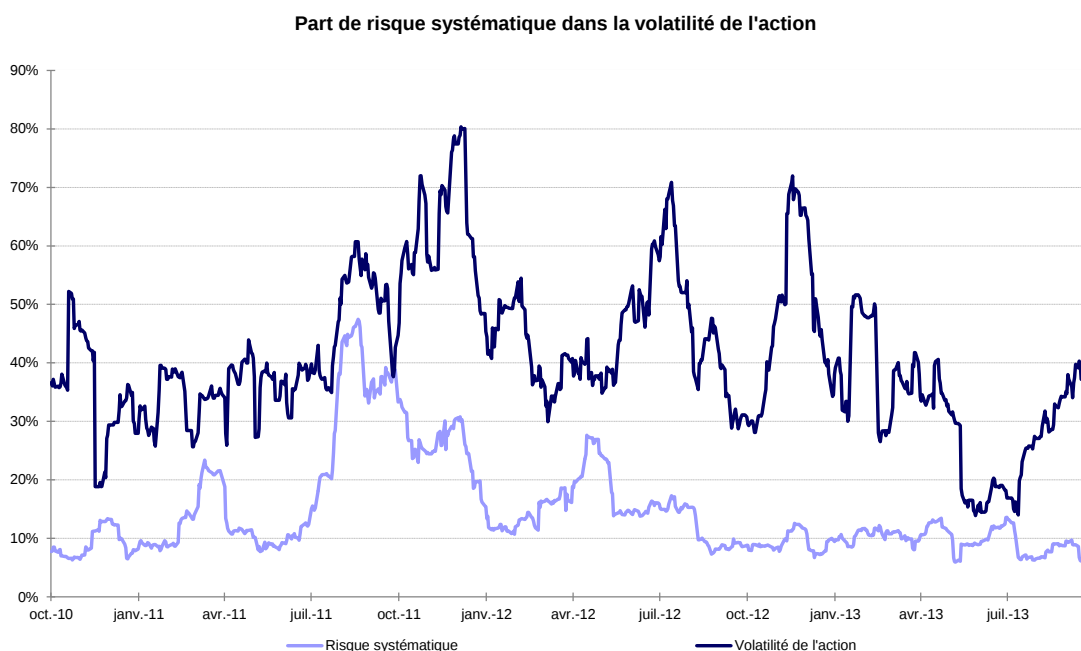
Passée une brève phase haussière entre février et mars 2006 avec l'atteinte d'un point haut à 2,66 € les 24 et 29 mars 2006, l'action voit son cours fortement baisser à partir du mois d'avril 2006 et jusqu'à fin décembre 2008, conduisant vers un point bas de 0,27 €, soit une chute de près de 90% contre un recul de 54% pour l'indice CAC Small sur cette même période. Cette baisse du cours correspond pour la Société à une période de transition marquée par l'augmentation de capital de 3,8 M€ réalisée au prix unitaire de 1,65 € par action, le 10 août 2006, destinée à financer un nouveau plan de développement axé, notamment, autour :

- du développement de l'offre Cameleon à destination des grands comptes français dans le secteur des services en lieu et place des PME/PMI, clients historiques de la Société, à travers une accélération des efforts de R&D et la cession des activités non stratégiques ;
- de la constitution de partenariats avec les acteurs majeurs dans l'édition de logiciels CRM tels que Salesforce.com et SAP.

Entre le 26 et le 28 janvier 2009, le cours de l'action progresse de près de 70% pour s'établir à 0,49 €, porté par la publication des résultats au titre de l'exercice 2008, soulignant l'amélioration des performances opérationnelles de la Société. Cet effet positif se poursuit jusqu'à mi-novembre 2009, date à laquelle le cours entame une nouvelle phase de baisse en lien avec la chute de l'indice CAC Small intervenue un mois plus tôt et ce, malgré l'annonce, le 21 octobre 2009, de la croissance soutenue du chiffre d'affaires intervenue au troisième trimestre 2009.

Dans le sillage de la publication des résultats au titre de l'année 2009, faisant état d'une baisse du chiffre d'affaires de 25% dû à des retards dans la finalisation de nouveaux contrats initialement attendus au dernier trimestre 2009, la performance du cours est négative jusqu'à fin juin 2012, conduisant au retour vers un point bas de 0,44 €. Ainsi, le titre Cameleon Software baisse de 35% entre fin février 2010 et fin juin 2012 alors que le recul de son indice de référence n'est que de 12% sur cette période. Les inquiétudes liées aux dettes souveraines européennes lors du mois de mai 2010 et du second semestre 2011 vont contrarier la hausse potentielle du cours de l'action qui aurait pu résulter de l'amélioration des résultats enregistrés durant l'exercice 2010.

Par la suite, la performance de l'action est nettement supérieure à celle du CAC Small consécutivement à l'annonce des résultats semestriels arrêtés au 30 juin 2012, soulignant le retour à un bénéfice opérationnel après trois années de pertes. Ainsi, le cours de la Société a progressé de 214% entre le début du second semestre 2012 et mi-octobre 2013 contre une hausse de 27% pour le CAC Small. Le 18 octobre 2013, l'action Cameleon Software cotait 1,70 € en clôture.



Comme indiqué dans le graphique ci-dessus, au cours des trois dernières années, la volatilité du titre⁷ a oscillé entre 14% (juin 2013) et 80% (décembre 2011). Cette dernière a suivi une évolution relativement décorrélée de celle de l'indice CAC Small excepté en août 2011 et décembre 2011, avec des points hauts respectifs de 61% et 80%. Les autres principaux points hauts correspondent à des phases de volatilité spécifique au titre, lesquels sont atteints en :

⁷ Annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants.

- novembre 2010 (52%), suite à l'annonce d'une baisse du chiffre d'affaires enregistrée au troisième trimestre de l'exercice 2010 ;
- juillet 2012 (71%), suite à la communication par la Société de sa prévision de chiffre d'affaires pour le 1er semestre 2012 ;
- novembre 2012 (72%), suite à la publication d'un bon chiffre d'affaires au 3e trimestre 2012.
- septembre 2013 (40%), dans le sillage de l'annonce d'un contrat avec Gamma Telecom, opérateur au Royaume-Uni.

Globalement, depuis le début de l'année 2012, la volatilité du titre s'est maintenue à un niveau élevé dont la majeure partie est imputable au risque spécifique propre au titre⁸.

Les moyennes de cours arrêtées au 18 octobre 2013, ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	1,75	0,32	0,84	37 745 086	48 267	355,3%	444,2%	100,0%
24 mois	1,75	0,32	0,99	24 401 015	46 656	229,7%	287,2%	100,0%
12 mois	1,75	0,79	1,21	15 668 778	60 034	147,5%	184,4%	100,0%
6 mois	1,75	0,96	1,30	6 379 968	48 702	60,1%	75,1%	100,0%
3 mois	1,75	1,02	1,37	4 949 902	74 999	46,6%	58,3%	100,0%
20 jours de bourse	1,75	1,45	1,56	1 094 756	54 738	10,3%	12,9%	100,0%
Spot	1,75	1,61	1,70	190 053	190 053	1,8%	2,2%	

Compte tenu de la liquidité du titre, le cours de bourse nous semble être une référence centrale, étant observé que l'action surperforme l'indice de référence au cours des 3 derniers mois et a atteint un plus haut de 1,75 € au cours de la séance du 18 octobre 2013. Cette évolution nous conduit à privilégier la moyenne pondérée des cours de clôture des 20 dernières séances de bourse, qui se situe à 1,56 €. Au cours de cette période, le cours a été compris entre 1,45 €, atteint durant la séance du 25 septembre 2013, et 1,75 € atteint durant celle du 18 octobre.

Nous relevons que le seul objectif de cours disponible, qui émane de la société de bourse Portzamparc le 13 septembre 2013 se situe à 1,66 €, soit dans le haut de la fourchette des cours relevés depuis cette date.

4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie, retenue à titre principal

L'évaluation de la Société par la méthode des DCF repose sur le plan d'affaires établi par le management, tel que précédemment décrit et dont nous rappelons qu'il n'intègre pas d'éventuelles synergies avec l'Initiateur.

a) Définition du cash-flow libre pour l'actionnaire

La Société présente un excédent de fonds de roulement structurel, car elle encaisse à l'avance des revenus de maintenance et des souscriptions en mode SaaS. Compte tenu du développement du SaaS par rapport à la vente de licences classique, cet EFR structurel devrait avoir tendance à s'accroître relativement au chiffre d'affaires. Ces produits constatés d'avance ne sont pas distribuables lors de leur encaissement bien qu'ils génèrent de la trésorerie. En effet, leur comptabilisation en chiffre d'affaires est étalée sur la durée de la prestation et elle s'accompagne alors de la comptabilisation de charges liées à cette dernière, le solde après impôt formant le résultat net dont le montant n'est au final qu'une fraction de l'encaissement du produit constaté d'avance initial. Si l'EFR est suffisamment important rapporté à la CAF de la Société et à ses investissements, alors la

⁸ Le risque spécifique étant la différence entre le risque total et sa part systématique, laquelle est définie comme étant égale à : $\sigma_M \times \beta$ avec $\beta = 1,34$ sur les trois ans et σ_M désignant la volatilité annualisée des rendements de l'indice Cac Small.

variation de la trésorerie générée par le développement de l'activité peut être supérieure au bénéfice de l'exercice, ce qui est le scénario ressortant du plan d'affaires de la Société.

Il convient de rappeler que la distribution de la trésorerie résultant de l'EFR n'est envisageable qu'en cas :

- *de liquidation de la Société, après imputation des coûts de fonctionnements du dernier exercice d'activité et des frais de fermeture théoriques ;*
- *d'absorption et de fusion de la Société dans un groupe présentant un cash-flow libre pour l'actionnaire structurellement inférieur à son bénéfice, typiquement en raison d'un BFR à financer.*

Dans l'hypothèse d'une continuité de l'exploitation, qui est celle que nous retenons, le flux de trésorerie annuel disponible pour l'actionnaire ne saurait ainsi excéder le montant du résultat net, sans quoi la Société devrait réduire ses fonds propres à chaque distribution jusqu'à parvenir en quelques années à une situation nette négative.

Nous nous sommes assurés toutefois :

- *qu'un scénario purement théorique de distribution à horizon 2019 de la trésorerie issue de l'EFR et d'arrêt de l'activité ne conduirait pas à une valeur supérieure à celle qui découle de l'évaluation de la Société en continuité ;*
- *que l'Initiateur de l'Offre présente également dans ses comptes consolidés un EFR structurel et que, de ce fait, l'évaluation de la trésorerie résultant de l'EFR de Cameleon Software ne peut dans le cas présent être considérée comme une synergie valorisable.*

En conséquence, le flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire de Cameleon Software doit, selon nous, être plafonné au montant de son bénéfice, en ce compris les produits de placements issus de la trésorerie résultant de l'EFR. Dans nos calculs, ces derniers sont supposés être placés à Euribor 12 mois, ce taux tendant vers 1,9% en 2017, soit la moyenne constatée au cours des 10 dernières années.

b) Extrapolation du plan d'affaires

Pour mettre en œuvre cette approche, nous avons prolongé le plan d'affaires de la Société de trois exercices afin de porter l'horizon de prévision explicite à 5 exercices (non compris le 2^e semestre 2013), soit une durée usuelle pour l'évaluation d'une société ne présentant pas de revenus certains au-delà d'un horizon de 3 ans et dont le niveau de risque nous semble par ailleurs élevé, comme mentionné précédemment. Sur la période d'extrapolation, nous avons maintenu le taux de marge opérationnel corrigé (cf. définition supra) au niveau attendu par le management, soit à près de 12%, en considérant que l'effet de levier de la croissance de l'activité sur les marges serait compensé par l'évolution des tarifs sous l'effet de la concurrence. Ce niveau de rentabilité est par ailleurs cohérent avec celui des sociétés cotées du secteur et qui ressort de nos échantillons de sociétés cotées comparables. Enfin, nous avons fait converger le taux de croissance du chiffre d'affaires du niveau attendu dans le plan d'affaires du management, vers celui que nous retenons pour le calcul d'une rente perpétuelle, soit 2% par an. Ce taux, qui est supérieur à la médiane des taux retenus dans les notes d'opération visées par l'AMF, soit 1,5%, afin d'intégrer le potentiel de hausse résiduelle propre au secteur du CPQ. Il convient de noter qu'une analyse de sensibilité est réalisée par nos soins et permet d'apprécier l'impact d'un demi-point de croissance à l'infini sur la valeur de l'action Cameleon telle qu'elle résulte de l'approche par les DCF (cf. infra).

c) Taux d'actualisation

La société est évaluée dans l'hypothèse de la distribution préalable de sa trésorerie excédentaire, c'est-à-dire de la part de la trésorerie ne pouvant être imputée à l'existence d'un EFR. Le taux d'actualisation retenu est alors égal au coût des fonds propres à dette nulle, les produits de

placements de la trésorerie issue de l'EFR étant inclus dans le flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire.

Le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 12,45%. Il combine les paramètres et hypothèses suivants :

- Il est retenu un coefficient de risque bêta de 1,17, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur trois ans des sociétés de nos deux échantillons comparables (cf. infra), y compris Cameleon Software. Par cette approche, nous retenons 6 sociétés françaises et 6 sociétés américaines, ces dernières présentant des bêtas plus corrélés à l'indice actions général que leurs homologues françaises. Il est à signaler qu'à défaut de société strictement comparable, une approche alternative consistant à ne retenir que le seul bêta de l'action Cameleon, soit 1,549 hors trésorerie excédentaire, aurait un impact défavorable sur notre évaluation.
- La prime de risque du marché des actions est estimée à 6,38% et correspond à la moyenne calculée sur les six derniers mois au 30 septembre 2013, de la prime des sociétés de l'indice SBF 120, sur la base des abaques fournis par Fairness Finance. Nous notons que le niveau de la prime s'est sensiblement réduit au cours des 12 derniers mois, traduisant une remontée de l'indice de marché. Pour mémoire, la prime de risque spot de Fairness Finance s'établissait à 5,92% à fin septembre 2013.
- Le taux sans risque est de 2,17 % et correspond au rendement des OAT TEC10 ans calculé sur la même période que celle retenue pour le calcul de la prime de risque. Nous privilégions le rendement des emprunts d'Etat français à celui, plus faible, de l'Etat Allemand ou d'un panier de dettes souveraines notées AAA, afin de refléter la situation d'un actionnaire minoritaire français. Le choix du Bund conduirait à une prime de risque majorée de la différence de taux entre Bund et OAT, et à un taux d'actualisation plus élevé compte tenu du bêta sectoriel retenu.
- Il est tenu compte enfin d'une prime de taille de 2,81% qui correspond, selon les données fournies par Fairness Finance, à la rentabilité additionnelle exigée des titres des sociétés de capitalisation inférieure à 50 M€. Ce taux de 2,81%, bien que supérieur à la moyenne des primes relevées dans les notes d'offres visées par l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF), nous semble constituer un minimum, dans la mesure où nous avons signalé précédemment que le plan d'affaires du management présentait un risque d'exécution probablement supérieur à la moyenne.

Il convient de relever que la prise en compte de paramètres relevés au cours des six derniers mois dans les notes d'offre visées par l'AMF aurait abouti à un résultat sensiblement identique, soit un taux d'actualisation de 12,48%, avec une prime de risque de 6,81%, et une prime de risque spécifique de 2,33% égale à la moyenne observée pour les sociétés de petite capitalisation. Nous observons toutefois des primes spécifiques comprises entre 3% et 4%.

En conclusion, nous considérons que le taux d'actualisation de 12,45% pourrait légitimement être augmenté d'une prime de risque spécifique. En fixant cette majoration à 1%, la prime spécifique se situerait dans le haut de la fourchette observée dans les notes d'offres (cf. supra), afin de tenir compte de l'hypothèse de doublement du chiffre d'affaires à 3 ans retenue par le management dans son plan d'affaires, les sociétés à forte croissance ayant généralement des cours plus volatils que la moyenne et des coefficients bêtas plus élevés, ce dernier point étant d'ailleurs confirmé par les sociétés américaines de notre échantillon. Cette prime spécifique pourrait en partie être compensée par une baisse d'environ 0,45 % de la prime de risque du marché en générale, ramenant sa moyenne à 6,38% dans nos calculs à 5,92% (son niveau spot actuel).

⁹ Non retraité de la trésorerie excédentaire, le bêta de la Société s'établit selon nos calculs à 1,34 pour un coefficient de détermination de 33%.

d) Valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

La méthode des DCF, conduit selon nos calculs, à une valeur des fonds propres de Cameleon Software de 28,8 M€. Les étapes du passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres figurent dans le tableau ci-après :

Passage de la VE à la valeur des fonds propres	En M€
Valeur des flux	6,7
Valeur résiduelle	12,4
VE	19,0
Trésorerie nette excédentaire au 30 juin 2013	2,6
Auto-contrôle lié au contrat de liquidité	0,1
Provisions 30 juin 2013	(0,3)
Crédits d'impôt recherche et autres	2,8
Valeur des fonds propres hors reports déficitaires	24,3
Valeur des reports déficitaires	4,6
Valeur des fonds propres	28,8

Comme mentionné précédemment, la trésorerie issue de l'EFR est prise en compte dans les flux au travers des produits de placement qu'elle génère et contribue ainsi à la valeur d'entreprise. La trésorerie nette excédentaire correspond, à la trésorerie (5,6 M€) au 30 juin 2013, diminuée de l'endettement financier (0,9 M€) et de l'EFR (2,2 M€). Les autres postes significatifs sont la valeur des crédits d'impôt recherche, innovation et CICE, supposant la pérennité de ces dispositifs, et la valeur présente des reports déficitaires au travers des économies d'impôts qu'ils généreront.

e) Calcul de dilution et de la valeur par action

Le nombre d'actions doit selon nous être augmenté des actions gratuites qui ont été attribuées et des actions qui pourraient résulter de l'exercice des options de souscription et des BSAR dans la mesure où ces deux catégories d'options sont actuellement dans la monnaie.

S'agissant des BSAR, nous relevons que le plafond de 0,94 € de leur clause de forçage a été dépassé par le cours de bourse, ce qui nous conduit à retenir leur potentiel dilutif à hauteur uniquement de leur valeur intrinsèque¹⁰ (cf. infra, la valeur des BSAR).

En revanche, nous ne tenons pas compte de la dilution qui pourrait résulter de l'exercice de bons Breton en cas de survenance d'une offre hostile. Ce cas de figure ne correspond pas en effet au contexte de la présente Offre qui règle par ailleurs, selon nous, la question plus générale de l'éventuel impact négatif de tels bons sur la valeur d'un titre coté.

L'approche retenue consiste donc à augmenter le nombre de titres de l'exercice des options de souscription et des BSAR et à supposer les fonds issus de la souscription d'actions nouvelles employés au rachat par la Société d'une partie de ses propres titres à un cours égal à celui qui découle de la présente évaluation.

¹⁰ Différence entre la valeur de l'action et le prix d'exercice de 0,72 €.

Données au 10 octobre 2013		en actions
Nombre d'actions cotées		10 660 256
Autocontrôle hors contrat de liquidité		(17 626)
Actions gratuites		550 000
Exercice des options de souscription		243 354
Rachat d'actions potentiel		(94 090)
Exercice des BSAR		2 617 146
Rachat d'actions potentiel		(857 128)
Dilution nette		2 441 656
Nombre d'actions dilué		13 101 912

Selon cette approche, la valeur de l'action s'établit 2,20 €. Une approche alternative qui consisterait à retenir un prix d'indemnisation des BSAR égal à leur valeur intrinsèque et à ne pas tenir compte de leur exercice conduirait, par construction, à une valeur identique.

f) Sensibilité aux paramètres d'actualisation

Comme mentionné précédemment, nous estimons que le taux d'actualisation que nous retenons doit s'apprécier à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 12,45% et 12,95% :

- la borne basse, 12,45%, est le niveau que nous retenons dans le cadre de l'éventualité d'une offre publique de retrait ;
- la borne haute, 12,95%, correspond à la prise en compte d'une prime de risque additionnelle de 1% et que compenserait pour moitié la baisse des primes de risque sur nos calculs, soit environ 0,50%.

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

en €/action		Taux d'actualisation			
		11,45%	12,45%	12,95%	13,45%
Croissance infinie	1,5%	2,32	2,14	2,07	2,00
	2,0%	2,39	2,20	2,12	2,04
	2,5%	2,46	2,26	2,17	2,09

Compte tenu de ces éléments, la valeur centrale de l'action s'établit selon nous à 2,20 €, dans une fourchette comprise entre 2,07 € et 2,26 €.

4.2.3 Comparables boursiers

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

a) Description de l'échantillon

Il a été établi deux échantillons de sociétés, l'un constitué de sociétés françaises, et l'autre de sociétés américaines, représentatifs des deux principaux marchés de la Société que sont la France et les Etats-Unis.

S'agissant des comparables français, il n'existe pas, à notre connaissance, de société cotée concurrente de Cameleon Software sur le marché du Configure Price Quote. A défaut, nous avons retenu un échantillon de cinq sociétés développant des logiciels de gestion destinés aux entreprises et qui offrent certaines de leurs solutions en mode SaaS : Coheris, Cegedim (gestion de la relation client), Cegid, Prodware (gestion de la comptabilité, des ressources humaines et de la production) et Axway Software (mise en œuvre de réseaux d'interactions professionnels permettant, par exemple, d'automatiser les processus de commande, livraison et facturation entre entreprises).

Comme indiqué ci-après, hors sociétés en perte, cet échantillon affiche en 2012 une marge opérationnelle (avant IFRS 211) de 11,1 % en moyenne, dont 4,6% imputable au Crédit Impôt Recherche, et de 12,1% attendu à horizon 2015. Sur cet intervalle, la progression du chiffre d'affaires est attendue à 6,4% par an en moyenne.

Comparables français	Marge opérationnelle			TMVA du chiffre d'affaires
	2012		2015 E	2012 - 2015 E
	Publiée	dont CIR		
Coheris	n.s.	4,7%	7,5%	5,4%
Axway Software	14,6%	2,7%	18,0%	8,5%
Cegedim	9,8%	n.c.	10,5%	0,4%
Cegid Group	8,9%	0,2%	12,5%	2,9%
Prodware	11,1%	11,0%	12,0%	14,6%
Moyenne	11,1%	4,6%	12,1%	6,4%

Source : Sociétés, Thomson Reuters

Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois au 18 octobre 2013, les multiples de chiffres d'affaires et d'EBIT12 de ces sociétés sont les suivants :

VE/CA - Comparables français	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15
Moyenne	0,92x	0,85x	0,81x	0,77x
Médiane	0,81x	0,81x	0,80x	0,80x

VE/EBIT - Comparables français	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15
Moyenne	9,45x	8,01x	7,12x	6,08x
Médiane	9,66x	8,28x	7,54x	7,12x

Source : Thomson Reuters - notes d'analyse

S'agissant des comparables américains, nous avons identifié trois sociétés cotées évoluant sur le marché du CPQ : Callidus Software (depuis l'acquisition de la société Webcom en octobre 2011), Selectica et PROS Holdings. Parmi ces trois sociétés, seule Selectica est positionnée uniquement dans le domaine du CPQ, les deux autres comparables étant marginalement présents dans ce secteur. Notre échantillon se compose également des quatre sociétés suivantes : Salesforce.com (éditeur de logiciels dédiés à la gestion de la relation client et partenaire de la Société), Constant Contact, Responsys et Marketo (éditeurs de logiciels destinés à la gestion de campagnes marketing

¹¹ Charge calculée au titre des stock-options et autres paiement fondés sur des actions accordés au personnel.

¹² Pour Earning Before Interest and Taxes, qui s'agissant de sociétés françaises, correspond ici au résultat opérationnel courant avant IFRS 2.

interactives), ces sociétés étant généralement retenues comme comparables larges des précédentes par les brokers américains.

Comme indiqué ci-après, hors sociétés en perte, cet échantillon affiche en 2012 une marge opérationnelle (avant FAS 123 R13) de 11,2% en moyenne et de 10,4% attendu à horizon 2015. Sur cet intervalle, la progression du chiffre d'affaires est attendue à 20,6% par an en moyenne.

Comparables américains	Marge opérationnelle		TMVA du chiffre d'affaires
	2012	2015 E	2012 - 2015 E
Callidus Software	n.s.	6,5%	14,4%
Selectica	n.s.	n.c.	12,7%
Salesforce.com	11,7%	12,0%	28,3%
Constant Contact	7,0%	10,1%	12,5%
Responsys	11,1%	8,2%	20,3%
Marketo	n.s.	n.s.	35,5%
Pros Holding	15,1%	15,4%	20,6%
Moyenne	11,2%	10,4%	20,6%

Source : Sociétés, Thomson Reuters

Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois au 18 octobre 2013, les multiples de chiffres d'affaires et d'EBIT de ces sociétés sont les suivants :

VE/CA - Comparables américains	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15
Moyenne	8,18x	6,13x	5,00x	4,11x
Médiane	5,15x	4,58x	4,00x	3,44x

VE/EBIT - Comparables américains	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15
Moyenne	59,92x	77,03x	45,49x	36,69x
Médiane	50,73x	56,74x	44,43x	34,43x

Source : Thomson Reuters - notes d'analyse

b) Application des multiples boursiers de l'échantillon français aux prévisions de la Société

Compte tenu de la présence de trésorerie excédentaire chez Cameleon et chez une partie des comparables, nous n'avons retenu que les multiples de valeur d'entreprise, la trésorerie excédentaire étant appréhendée à sa valeur faciale plutôt qu'au travers d'un multiple de résultat net (P/E) ou de CAF (P/CF). Il convient de noter toutefois, qu'en moyenne, les comparables étant endettés, leur multiples de valeurs d'entreprise sont potentiellement affectés par la valeur du bouclier fiscal engendré par le levier d'endettement et sont donc probablement biaisés à la hausse. Inversement, les perspectives de croissance du management sont supérieures à celles retenues par les analystes s'agissant des comparables. Ceci conduit mécaniquement à ce que l'application des multiples d'EBIT produise des valeurs d'autant plus élevées qu'elle porte sur des exercices éloignés, soit 1,55 €, 1,60 € et 1,85 € respectivement en 2013, 2014 et 2015. Il est alors intéressant de comparer le cours de bourse de la Société à la valeur qui découle des multiples pour apprécier dans quelle mesure les prévisions du management pourraient correspondre effectivement aux anticipations du marché.

Nous relevons ainsi que l'application des multiples d'EBIT 2013 et 2014 conduit à une valeur moyenne de 1,58 € qui est sensiblement égale à la moyenne des 20 derniers cours de bourse au 18 octobre

¹³ Equivalent des charges IFRS 2 en normes américaines.

(1,56 €). L'application des multiples 2014 et 2015 conduit pour sa part à une valeur de 1,73 € proche du cours de clôture relevé le 18 octobre 2013, ce qui semble indiquer que le scénario 2015 ne soit encore à ce stade intégré par le marché qu'à hauteur de 50%.

Au final, nous retenons les résultats de cette approche qui définit une valeur centrale de 1,60 €, comprise dans une fourchette de 1,55 € à 1,85 €.

Pour mémoire, l'application des multiples de chiffre d'affaires conduirait à une valeur centrale quasiment identique, soit 1,62 €, qui est selon nous moins précise et redondante avec l'approche par le multiple d'EBIT, ce qui nous conduit à ne la mentionner qu'à titre de recoupement.

Compte tenu des caractéristiques des sociétés qui composent cet échantillon, cette méthode n'est retenue qu'à titre secondaire.

c) Application des multiples boursiers de l'échantillon américain aux prévisions de la Société

Comme l'indiquent les tableaux précédents, les sociétés américaines du secteur affichent des multiples sensiblement plus élevés que ceux de leurs homologues français. Leur application aux prévisions de Cameleon conduirait, sur la base des multiples de chiffre d'affaires, à une valeur proche de 5,7 €. On notera toutefois que Selectica, la plus proche comparable américaine par la taille et le métier, se paie 1,30x et 1,14x respectivement le chiffre d'affaires 2013 et 2014. L'application de ces deux multiples conduirait à des valeurs de l'action Cameleon comprises entre 1,8 € et 2,0 €. Ces résultats qui semblent confirmer le haut de la fourchette issue de l'échantillon français, doivent toutefois être relativisés dans la mesure où Selectica est une société qui ne dégage toujours pas de bénéfice à la différence de Cameleon, et que le consensus ne prévoit pas qu'elle atteigne le point mort opérationnel d'ici 2014.

En conclusion, et au-delà du caractère imparfait de l'échantillon, nous estimons que les multiples sectoriels aux Etats-Unis sont incompatibles avec les niveaux de valorisation observés en France, ce qui de toute évidence favorise la concentration de ce secteur par des intervenants américains. Face à cette situation, le moyen le plus efficace s'offrant aux sociétés françaises pour rattraper leur retard de perception, serait la double cotation en France et aux Etats-Unis. Toutefois, au vu de la taille modeste de Cameleon, le coût d'introduction et de cotation sur un marché réglementé américain obérerait sans doute en grande partie le gain à en attendre, la double cotation étant au demeurant une hypothèse très théorique, sa mise en œuvre n'ayant jamais été proposée, à notre connaissance, par le management.

Pour l'ensemble de ces raisons, nous ne retenons pas les multiples américains dans notre approche d'évaluation.

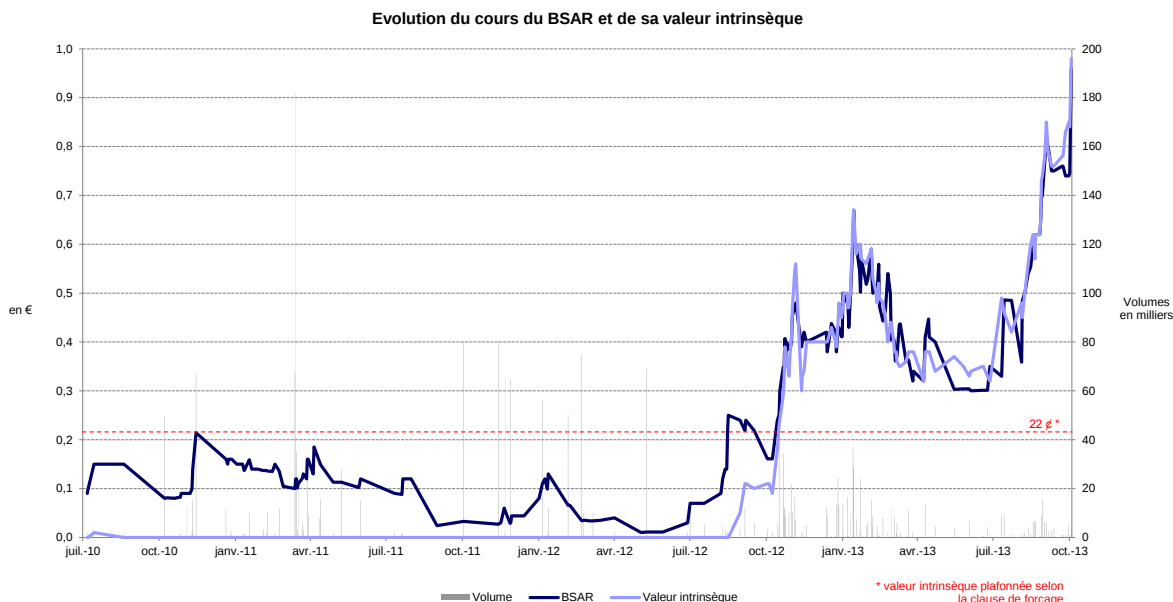
4.3 Offre relative aux BSAR

Les BSAR, ont été émis au prix de 0,06 € le 16 juillet 2009 et admis à la cotation le 17 juillet 2010. Ils sont détenus par le public, par l'IRDI et par le management et sont cotés par Euronext Paris (FR0010772921).

Jusqu'au 17 juillet 2014, date de leur échéance, chacun de ces BSAR est exerçable à tout moment au prix de 0,72 € et donne droit de souscrire 1 action Cameleon. Ils sont par ailleurs soumis à une clause de forçage qui peut être mise en œuvre à tout moment à l'initiative de la Société. En effet, dès lors que le cours moyen de l'action¹⁴ excède 0,94 €, la Société peut procéder à son gré au remboursement anticipé des BSAR au prix de 0,01 €, étant précisé que le porteur de BSAR peut échapper à ce remboursement s'il exerce avant la date fixée pour le ce dernier qui doit intervenir au plus tôt 1 mois après la publication de l'avis de remboursement.

¹⁴ Moyenne des cours pondérés par les volumes de 10 séances choisies parmi les 20 qui précèdent la date de publication de l'avis de remboursement anticipé.

Le graphique ci-après montre l'évolution de la valeur du BSAR et de sa valeur intrinsèque depuis sa cotation :



Dans l'hypothèse de l'issue favorable de l'Offre, l'Initiateur sera ainsi en droit de mettre en œuvre la clause de forçage. En conséquence, pour autant que le prix offert pour l'action soit supérieur à 0,94 € et, par ailleurs, qu'il soit équitable, nous considérons la valeur du BSAR est égale à sa seule valeur intrinsèque, telle qu'elle résulte de la différence entre le prix offert pour l'action et le prix d'exercice.

En l'espèce, le prix offert de 1,33 € pour un BSAR correspond à la valeur intrinsèque qui découle de l'offre de 2,05 € par action. Par ailleurs, un porteur de BSAR qui voudrait bénéficier de la valeur intrinsèque de 1,48 € qui découlerait de la mise en œuvre d'un retrait de la cote de l'action au prix de 2,20 €, se voit dispensé d'exercer son BSAR puisqu'il lui est acquis le droit de bénéficier d'un complément de prix de 0,15 € en cas de retrait s'il apporte son BSAR à l'Offre.

4.4. Autres éléments d'appréciation de l'Offre et opérations connexes

De manière liminaire, il convient de rappeler que les développements suivants reposent sur des projets de documents, s'agissant du Protocole d'Accord (Tender Offer Agreement), des engagements d'apport à l'Offre par certains actionnaires de la Société, de l'accord relatif à la liquidité des actions gratuites et des contrats de travail ou avenants au contrat de travail, lesquels seront définitivement signés postérieurement à la remise de notre rapport au conseil d'administration de Cameleon.

4.4.1. Processus de cession

Conscient de l'atomicité de son actionnariat, le conseil d'administration de la Société a mandaté le 14 novembre 2012 Financière Cambon, cabinet spécialisé en fusion-acquisition, en vue de réorganiser et consolider son actionnariat.

A la fin du 1er trimestre 2013, Financière Cambon avait contacté 22 sociétés spécialisées dans l'édition de logiciels ou investisseurs sectoriels spécialisés, susceptibles d'être intéressés par la prise de contrôle de la Société, par une participation minoritaire ou par un partenariat industriel. Sur l'ensemble de ces contacts, seules 4 ont poursuivi le processus de sélection jusqu'à la réception de l'Information Memorandum. A ce stade, les entreprises ont motivé leur retrait par le caractère non stratégique qu'aurait pour elles une telle opération. Dans la seconde phase du processus, 3 autres sociétés n'ont pas désiré continuer leurs investigations en mettant en avant le stade de

développement peu avancé du mode SaaS chez Cameleon ainsi que les contraintes liées à une opération sur une société cotée et aux lois sociales en vigueur en France.

In fine, seule la société PROS, qui était en contact avec Cameleon depuis plus de deux ans, a poursuivi le processus et a remis le 15 juillet 2013 une offre indicative portant sur la totalité du capital de Cameleon payable intégralement en numéraire, suivie par la signature d'un accord d'exclusivité entre les parties le 22 juillet 2013. Il convient de souligner que cette première offre indicative prévoyait un prix de 1,85 € par action Cameleon, porté à 2 € en cas d'atteinte du seuil de 95 %. Cette proposition a été révisée dans le cadre d'une nouvelle offre indicative remise le 27 septembre 2013 et présentant les conditions financières reprises dans la présente Offre.

L'ensemble de ce processus doit conduire à la signature le 24 octobre 2013, après l'émission de l'avis du conseil d'administration de Cameleon, d'un Protocole d'Accord entre Monsieur Jacques Soumeillan représentant la Société et PROS régissant les droits et obligations habituels des parties jusqu'à la clôture de l'Offre (absence de sollicitation d'offre concurrente, droit de modifier les termes de l'Offre en cas d'offre concurrente, absence de versement de dividende, gestion de la société en bon père de famille, engagement de ne pas entreprendre d'opération de fusion, de ne pas modifier les statuts, etc...). Ce même jour, seront également signés des engagements d'apport à l'Offre des actions et des BSAR (hormis les actions gratuites) de la part des quatre principaux actionnaires dirigeants ainsi que de la part des deux principaux actionnaires financiers, IRDI et SOPROMEC. Au total, les engagements d'apports portent sur 2 042 191 actions et 1 480 708 BSAR représentant environ 18 % du capital actuel ou 25,6 % du capital sur une base complètement diluée.

4.4.2. Accord connexes

a) Contrats de travail et avenants au contrat de travail

Le 24 octobre 2013 seront également entérinés les nouveaux contrats de travail ou avenants au contrat de travail de certains managers, dont les actionnaires dirigeants. Ceux-ci disposent que ces managers percevront :

- des rémunérations fixes et variables dont une partie est conditionnée par l'atteinte d'objectifs non encore définis à ce stade ;
- des actions gratuites de la société PROS, appelés RSU (pour Restricted Stock Units) attribuées, sous réserve de l'approbation du conseil d'administration de PROS, automatiquement sous condition de présence de deux ans pour une part, et sous condition de présence et de performance d'autre part, les conditions d'attribution de ces dernières n'étant pas connues à ce stade ;
- de primes de rétention attribuées après deux ans de présence ;
- s'agissant de Monsieur Jacques Soumeillan et de Madame Françoise Asparre, d'une indemnité contractuelle de rupture (sauf licenciement ou faute grave) équivalente respectivement, à 24 mois de salaire brut en cas de rupture au cours de 24 mois suivant la prise d'effet puis 18 mois, et 9 mois.

Enfin, Monsieur Jacques Soumeillan et Mesdames Françoise Asparre et Sylvie Rougé seront soumis à une clause de non-concurrence de 24 mois compensée par le paiement de 50% du salaire brut globale (fixe et variable).

Nous avons comparé ces éléments de rémunération à ceux antérieurement perçus et à ceux perçus par les salariés en poste chez PROS à des postes équivalents. Il ressort de nos travaux que :

- hormis pour Monsieur Jacques Soumeillan dont les conditions de rémunération variable évoluent favorablement en cas d'atteinte des objectifs puisque celle-ci est susceptible de doubler, les rémunérations en numéraire ne s'éloignent pas significativement de celles qui prévalent actuellement, abstraction faite de la prime de rétention attribuée après deux ans de présence, laquelle n'est perçue qu'une fois.
- les éléments de rémunération, appréciés globalement en ce compris l'attribution d'actions gratuites, se situent dans le bas de fourchette de ceux pouvant être perçus par leurs homologues américains, étant par ailleurs précisé - et pour autant que cette comparaison

ait du sens, que la fiscalité frappant les revenus français est plus élevée que celle appliquée aux revenus américains.

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

d) Liquidité des actions gratuites

Les actionnaires dirigeants, Messieurs Jacques Soumeillan et Thibault de Bouville et Madame Françoise Asparre, sont propriétaires de 550 000 actions qui leur ont été attribuées gratuitement et dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre. L'Initiateur a donc conclu avec les titulaires d'actions gratuites, un contrat de liquidité comportant, d'une part, une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires exerçable pendant 3 mois à compter de la fin de période d'indisponibilité fixée le 22 juin 2015, et d'autre part, une promesse de vente consentie par les titulaires au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier pendant 5 ans à compter de la signature du contrat de liquidité soit le 25 octobre 2018.

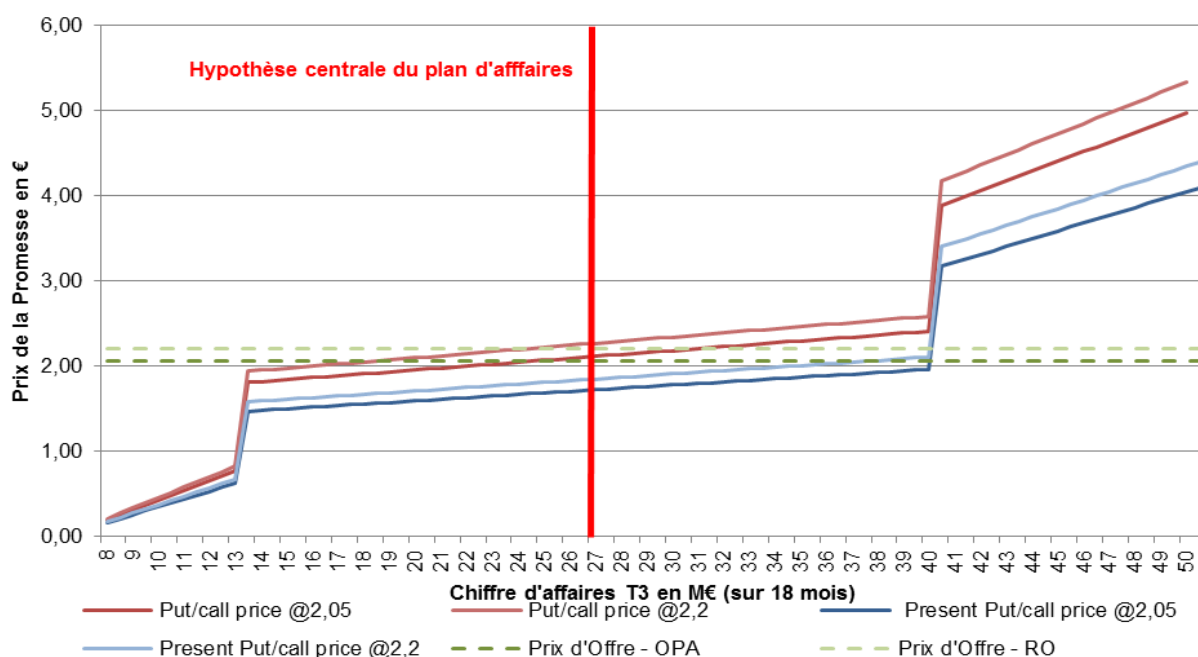
Le prix des promesses est défini en fonction du prix d'Offre, comme suit :

$$P = \text{Prix d'Offre} \times [1 + [(\text{Taux de croissance T3} - \text{Taux de croissance T2}) \times \text{Ratio de valeur}]]$$

Avec :

- *P* : Prix de la Promesse ;
- Prix d'Offre : 2,05 €, ou 2,20 € en cas d'atteinte du seuil de 95 % avant le 31 décembre 2014 ;
- Taux de croissance T3 : Croissance entre le chiffre d'affaires réalisé durant la période de juillet 2012 à décembre 2013 (T2) et celui réalisé de janvier 2014 à juin 2015 (T3) ;
- Taux de croissance T2 : Croissance entre le chiffre d'affaires réalisé durant la période de janvier 2011 à juin 2012 (T1) et celui réalisé de juillet 2012 à décembre 2013 (T2) ;
- Ratio de valeur : 100% si le chiffre d'affaires réalisé au cours des 18 mois de la période courant de janvier 2014 à juin 2015 (T3) est inférieur ou égal à 13,4 M€, 20% si ce même chiffre d'affaires est compris entre 13,4 M€ et 40,5 M€, et 100 % si ce chiffre d'affaires est supérieur à 40,5 M€.

Sous ces conditions, et partant du principe que le chiffre d'affaires de la période T2 est peu susceptible d'évolution, celui du T1 étant fixé, le profil de prix de la Promesse est le suivant :



L'analyse de l'évolution du prix de la Promesse en fonction du chiffre d'affaires réalisé sur la période T3 montre que, hormis au-delà de la barrière supérieure ($T3 > 40,5$ M€), le prix de la Promesse, après actualisation sur 21 mois au taux de 12,45 % (Present Put/call Price), est inférieur au prix d'Offre proposé aux actionnaires actuels de Cameleon. Il convient de préciser que l'hypothèse de chiffre d'affaires retenue dans le plan d'affaires utilisé dans le cadre de l'approche DCF est proche de la valeur centrale de T3. Par ailleurs, il nous a été précisé par le management que les barrières hautes et basses de chiffres d'affaires anticipées pour le T3 (inférieur à 13,4 M€ et supérieur à 40,5 M€) et impliquant des Ratio de valeur de 100%, avaient une faible probabilité de réalisation, ce que confirme l'analyse des performances passées de l'entreprise.

Compte tenu des conditions de mise en œuvre du contrat de liquidité, ce dernier ne nous paraît pas présenter d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE

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

a) Evaluation de l'action

La Banque et BM&A ont retenu 3 critères et méthodes communs à leurs travaux respectifs : l'actualisation des cash-flows d'exploitation et le cours de bourse à titre principal, et les comparables boursiers à titre secondaire.

Par ailleurs, la Banque a retenu à titre secondaire l'unique objectif de cours d'analyste disponible. Pour notre part, nous avons considéré cette référence comme redondante avec le cours de bourse.

Les résultats de ces travaux respectifs sont résumés ci-après, en faisant apparaître les valeurs centrales pour en rendre plus aisée la comparaison :

Données au 10 octobre 2013	Banque	BM&A
DCF	1,80	2,20
Cours moyen 1 mois au 15 octobre / 20 jours au 18 octobre	1,52	1,56
Comparables boursiers moyenne 2013-2014 / moyenne 2013-2015	1,68	1,64
Objectif de cours de Portzamparc	1,66	na

Comme indiqué ci-dessus, le principal écart entre nos travaux et ceux de la Banque provient de la mise en œuvre de la méthode du DCF.

En effet, la Banque, qui n'a pas eu accès au plan d'affaires du management, a réalisé ses travaux à partir des prévisions de la Société de bourse Portzamparc. Bien qu'elle les ait revues à la hausse, les hypothèses de la Banque demeurent inférieures à celles que nous avons retenues. A titre d'illustration, l'EBIT anticipé par cette dernière en 2019 est inférieur de 29% à celui pris en compte dans nos travaux. Par ailleurs, la Banque a retenu une hypothèse d'EFR normatif à compter de décembre 2013, inférieure de près de moitié à celui constaté dans les comptes à fin juin 2013. Pour notre part, nous ne partageons pas cette hypothèse qui conduirait à un recul de la trésorerie entre juin et décembre 2013, ce qui n'est pas non plus anticipé par les prévisions de trésorerie de la Société. Comme mentionné plus haut, nous considérons au contraire que le développement du SaaS aura pour effet d'accroître le poids relatif de l'EFR dans les années futures.

Inversement, la Banque retient une définition large du cash-flow libre pour l'actionnaire, qui englobe la totalité de la variation de trésorerie annuelle, y compris la variation de l'EFR. Comme mentionné plus haut, pour notre part nous considérons que la distribution de cette trésorerie conduirait assez rapidement les fonds propres de la Société à un niveau négatif. Par conséquent, une telle approche ne reflète pas, à notre avis, une vision stand alone de la valeur de la Société, mais plutôt celle d'un acquéreur externe susceptible de fusionner la Société dans un ensemble plus vaste, et présentant par exemple, une situation de BFR. Nous rappelons que l'Initiateur ne se trouve pas dans une telle situation puisqu'il présente également une situation d'EFR structurel. Cette différence d'analyse conduit la Banque à considérer comme disponible pour l'actionnaire l'ensemble de la trésorerie à fin juin 2013. Pour les raisons évoquées plus haut, nous ne retenons que la part excédant l'EFR.

Par ailleurs, la Banque retient un taux d'actualisation inférieur de 95 points de base. Cet écart provient pour l'essentiel de la prise en compte par nos soins d'une prime additionnelle afin de

tenir compte de la taille de la Société. Cette prime résulte d'une adaptation du modèle d'équilibre des actifs financiers qui repose sur des observations de marché tant historiques que prospectives. En l'occurrence, nous rappelons que la prime de risque calculée par Fairness Finance repose sur la compilation des prévisions de cash-flows des sociétés cotées suivies par des analystes boursiers.

En synthèse de ces différences méthodologiques, nous relevons qu'en dépit d'une définition plus large du cash-flow libre pour l'actionnaire et d'un coût du capital plus faible, la Banque parvient à une valeur inférieure car elle base ses calculs sur des prévisions moins optimistes que celles du management.

De notre côté, nous considérons que, dans ce cas spécifique qui s'inscrit, qui plus est, dans le cadre d'une offre publique de retrait, nous sommes fondés à retenir comme valeur centrale, le résultat de l'actualisation de la vision du management, fût-elle supérieure aux anticipations du marché (dont nous rappelons qu'une seule publication ne constitue pas un nombre suffisant pour former un consensus). Il convient toutefois de rappeler que selon toute vraisemblance, de telles prévisions ne seraient cependant pas valorisées par le marché sans avoir à supporter une prime de risque par rapport au taux d'actualisation retenu par nos soins. Pour qu'une telle prime de risque disparaisse, il faudrait que la Société réalise en grande partie son objectif de doublement du chiffre d'affaires. Si la prise en compte d'une telle prime de risque nous semble justifiée dans le cadre d'une simple offre de liquidité, il ne nous paraît pas justifié de la maintenir dans la perspective d'un retrait obligatoire, notamment en raison de la rapidité avec laquelle l'objectif de doublement de l'activité devrait être atteint selon le management.

b) Évaluation du BSAR

Tout comme la Banque, nous considérons que la valeur du BSAR est identique à sa valeur intrinsèque, soit la différence entre le prix proposé dans le cadre de la présente offre et son prix d'exercice.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Cameleon auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par rapport à ces valeurs par les prix de 2,05 € par action et de 2,20 € en cas de retrait, proposés dans le cadre de la présente offre :

Valeur en € / action	Minimum	Valeur centrale	Maximum	Prime / (décote) induit(e) par l'Offre de 2,05 €			Prime / (décote) induit(e) par l'Offre à 2,20 € en cas de retrait		
Cours moyen pondéré au 18 octobre 2013 :									
1 an	0,79 €	1,21 €	1,75 €	159%	69%	17%	178%	81%	26%
6 mois	0,96 €	1,30 €	1,75 €	114%	57%	17%	129%	69%	26%
3 mois	1,02 €	1,37 €	1,75 €	101%	50%	17%	116%	60%	26%
20 jours	1,45 €	1,56 €	1,75 €	41%	31%	17%	52%	41%	26%
Cours de clôture au 18 octobre 2013 et extrêmes	1,61 €	1,70 €	1,75 €	27%	21%	17%	37%	29%	26%
DCF									
A fin octobre 2013	2,07 €	2,20 €	2,26 €	-1%	-7%	-9%	6%	0%	-3%
Comparables boursiers									
Multiples d'EBIT au 18 octobre 2013	1,55 €	1,60 €	1,85 €	32%	28%	11%	42%	38%	19%

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur les méthodes de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et sur la référence au cours de bourse, la méthode des comparables boursiers n'étant retenue qu'à titre de recoupement.

Comme indiqué dans le tableau de synthèse ci-dessus, le prix proposé de 2,20 € par action en cas de retrait offre une prime sur le cours de bourse comprise entre 41% pour la moyenne des 20 clôtures relevées au 18 octobre 2013 et 26 % pour le cours le plus élevé relevé à cette date.

En revanche, ce prix d'Offre ne présente pas de prime par rapport à la valeur centrale qui découle de la méthode des DCF reposant sur un plan d'affaires ne tenant pas compte de synergies. Toutefois, il convient de noter qu'il est retenu un taux d'actualisation qui crédite pleinement, sans la pénaliser, la capacité du management à atteindre les objectifs ambitieux qu'il s'est fixé dans son plan d'affaires. La prise en compte d'une prime additionnelle pour risque d'exécution du plan d'affaires aurait conduit, selon nos calculs, à une valeur de 2,07 € par action, sensiblement égale au prix de 2,05 € proposé dans le cadre de l'Offre en l'absence de complément de prix.

Par ailleurs, il convient de mettre en perspective cette absence de prime avec, d'une part, la faible appétence manifestée par les investisseurs industriels lors du processus de recherche de partenaires, et d'autre part, les engagements d'apport à l'Offre pris - de manière non formelle à ce stade - par les deux plus importants actionnaires et investisseurs financiers que sont IRDI et SOPROME.

S'agissant du BSAR, les prix de 1,33 € et de 1,48 €, proposés en cas de retrait, sont égaux aux valeurs intrinsèques qui découlent de l'offre sur l'action. Compte tenu de l'existence d'une clause de forçage et du fait que son seuil de déclenchement est inférieur aux prix offerts pour l'action, nous sommes d'avis qu'il est fondé d'offrir ces valeurs intrinsèques aux porteurs de BSAR.

Enfin, les opérations connexes à l'Offre ne présentent pas, selon nos analyses, d'éléments de nature à rompre le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires. En particulier, les avantages futurs proposés sous forme d'actions par l'Initiateur aux principaux managers de la Société et soumis à une condition de présence et soumises pour une part à des conditions de performance sont globalement plus attractifs que ceux auxquels pouvaient prétendre leurs bénéficiaires avant le rapprochement envisagé entre la Société et l'Initiateur mais nous semblent cohérents avec la politique de rémunération de PROS Holdings. Par ailleurs, les actions gratuites attribuées aux managers et non apportées à l'Offre du fait de leur période d'indisponibilité bénéficient de conditions de liquidité à horizon 2015 qui ne nous apparaissent pas conférer à leurs détenteurs un traitement plus favorable que celui offert aux actionnaires dans le cadre de la présente Offre, éventuellement suivie d'un retrait de la cote.

En conséquence et sous le bénéfice des éléments développés ci-avant, notre opinion est que les prix de 2,05 € par action et de 1,33 € par BSAR, offerts dans le cadre d'une offre volontaire offrant une liquidité immédiate, sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de Cameleon.

Dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois à l'issue de la présente Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que les prix de 2,20 € et de 1,48 € offerts respectivement pour l'action et pour le BSAR, seraient équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 24 octobre 2013

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Thierry Bellot

Associés

10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de Cameleon Software (www.cameleon-software.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Cameleon Software - Le Galilée - 185 rue Galilée - 31670 Labège.

11. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Jacques Soumeillan
Président Directeur Général de Cameleon Software