

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



EN REPONSE

**AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE
BOURSORAMA**

INITIEE PAR



AGISSANT DE CONCERT AVEC HODEFI ET CAIXABANK



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 15 avril 2014, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis importants

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et 237-19 du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actionnaires minoritaires de Boursorama ne représenteraient, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de cette dernière, Société Générale, de concert avec Hodefi et CaixaBank, mettra en œuvre, au plus tard dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Boursorama non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnité de 12 euros par action (coupon attaché) égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de Boursorama (<http://groupe.boursorama.fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de :

- Boursorama, 18, quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Boursorama seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BOURSORAMA	5
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
5.	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	44
6.	ELEMENTS CONCERNANT BOURSORAMA SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	44
7.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE	47

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du titre III du livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, Société Générale, société anonyme au capital de 1.000.024.292,50 euros dont le siège social est situé 29, boulevard Haussmann, 75009 Paris et dont le numéro d'immatriculation est RCS Paris 552 120 222 (« **Société Générale** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 18 mars 2014 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») visant la totalité des titres de la société Boursorama, société anonyme ayant un nombre d'actions en circulation, au 9 avril 2014, de 88.498.078 actions d'une valeur nominale de 0,40 euros, dont le siège social est situé 18, quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, et dont le numéro d'immatriculation est RCS Nanterre 351 058 151 (« **Boursorama** » ou la « **Société** »), à l'exception des 17.039.955 actions Boursorama détenues par Hodefi, société par actions simplifiée au capital de 136.110.457 euros, dont le siège social est situé 176 avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly sur Seine, et dont le numéro d'immatriculation est RCS Nanterre 403 147 358 (« **Hodefi** ») et des 1.168.103 actions Boursorama détenues par CaixaBank, société anonyme de droit espagnol au capital de 5.401.483.442 euros, dont le siège social est situé Av. Diagonal, 621, 08028 Barcelona, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Barcelone page B-41232 (« **CaixaBank** » et ensemble avec Hodefi, les « **Entités Caixa** »), agissant de concert avec l'Initiateur, au prix unitaire de 12 euros (coupon attaché), payable exclusivement en numéraire.

Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Boursorama ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur, agissant de concert avec les Entités Caixa, mettra en œuvre, dans un délai maximum de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire. Cette procédure s'effectuera au même prix que l'Offre.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 du projet de note d'information de Société Générale déposé le 18 mars 2014 auprès de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) (le « **Projet de Note d'Information** »).

Au 9 avril 2014, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, de concert avec les Entités Caixa 67.269.318 actions Boursorama représentant 76,01% du capital et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 88.498.078 actions représentant autant de droits de vote de la Société¹.

1.1.1 Titres visés par l'Offre

L'Offre vise :

- la totalité des actions Boursorama existantes non détenues par l'Initiateur ou les Entités Caixa, soit au 9 avril 2014 un nombre maximal de 21.228.760 actions Boursorama, représentant à cette date, 23,99% du capital et des droits de vote de la Société,

¹ Pour les besoins du présent projet de note en réponse, sauf précision contraire, les pourcentages de droits de vote ont été calculés sur la base des droits de vote théorique conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- la totalité des actions nouvelles Boursorama susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en cas d'exercice des 506.479 options de souscription d'actions (les « **Options** ») octroyées par la Société en circulation au 9 avril 2014, soit un nombre maximal de 506.479 actions Boursorama nouvelles.

Les actions Boursorama sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris sous les codes ISIN FR0000075228 (mnémonique BRS) et FR0011669639 (mnémonique BRSNV).

Les principales caractéristiques des Options sont décrites en page 59 du document de référence 2013 de la Société. Le document de référence 2013 est disponible sur le site internet de la Société (<http://groupe.boursorama.fr>).

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de Boursorama, autres que les Options.

1.1.2 Titres ne pouvant pas être apportés à l'Offre

Il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun titre de Boursorama visé par l'Offre soumis à une période d'indisponibilité fiscale, sociale ou juridique rendant impossible leur apport à l'Offre.

1.2 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs actions Boursorama en contrepartie d'une somme en numéraire de 12 euros par action (coupon attaché).

1.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

L'Offre étant réalisée par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution ; les frais de courtage (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) demeurant à la charge de l'actionnaire apportant ses actions à l'Offre. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est SG Securities (Paris) SAS.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du présent projet de note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrites de manière plus détaillée respectivement aux sections 2.4 et 2.6 du Projet de Note d'Information.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

L'Initiateur détient une participation majoritaire dans Boursorama depuis sa création en 1989. Au 9 avril 2014, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, à titre individuel

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

49.061.260 actions Boursorama représentant autant de droits de vote, soit 55,44% du capital et des droits de vote de la Société.

Le Groupe Caixa est entré au capital de Boursorama en 2006 lors de l'apport en nature par Hodefi à la Société de l'intégralité de sa participation dans CaixaBank France. A l'occasion de cette opération d'apport, Société Générale et Hodefi ont conclu un pacte d'actionnaires non constitutif d'une action de concert en date du 16 mai 2006, en présence de la Société.

A la connaissance de la Société, Hodefi détient au 9 avril 2014, ensemble avec CaixaBank, 18.208.058 actions Boursorama représentant autant de droits de vote, soit 20,57% du capital et des droits de vote de la Société.

Au 9 avril 2014, la répartition du capital et des droits de vote de Boursorama est la suivante :

Actionnaire	Nombre de titres	Pourcentage du capital et des droits de vote
Société Générale	49.061.260	55,44 %
Entités Caixa	18.208.058	20,57 %
– <i>dont Hodefi</i>	<i>17.039.955</i>	<i>19,25 %</i>
– <i>dont CaixaBank</i>	<i>1.168.103</i>	<i>1,32 %</i>
Auto détention	2.674.236	3,02 %
Flottant	18.554.524	20,97 %
Total	88.498.078	100 %

L'Initiateur, Hodefi et CaixaBank ont conclu le 17 mars 2014 un nouveau pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») aux termes duquel elles ont déclaré agir de concert vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10 I du Code de commerce. Boursorama n'est pas partie à ce nouveau pacte. Ce Pacte annule et remplace le pacte d'actionnaires conclu en 2006 entre Société Générale et Hodefi.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, Société Générale et les Entités Caixa, agissant de concert à l'égard de la Société, ont déclaré à l'AMF et à Boursorama les franchissements de seuils légaux (à la fois en capital et en droits de vote) résultant de la mise en concert le 17 mars 2014 (avis AMF D&C 214C0453 du 25 mars 2014.).

Les principales stipulations du Pacte sont décrites au paragraphe 1.3.1 du Projet de Note d'Information (voir également avis AMF D&C 214C0453 du 25 mars 2014).

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BOURSORAMA

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de Boursorama se sont réunis le 14 avril 2014 sous la présidence de Madame Marie Cheval, Présidente-Directrice Générale de la Société.

Tous les membres étaient présents, à l'exception de Madame Isabelle Guillou, qui était absente et excusée.

Le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant, désigné lors du Conseil d'administration de la Société du 20 mars 2014 en application des articles 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF, a présenté aux membres du Conseil d'administration une synthèse de ses travaux.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le comité *ad hoc*, composé de Monsieur Henri Cukierman, Président du Comité, de Monsieur Alain Taravella et de Madame Petra Friedmann, administrateurs indépendants de la Société ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'opération envisagée, qui avait été constitué lors du Conseil d'administration de la Société du 20 mars 2014 aux fins d'assurer le suivi de la mission de l'expert indépendant, a également présenté ses travaux aux membres du Conseil d'administration.

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents étant précisé que les administrateurs qui représentent Société Générale ou lui sont liés (en ce compris Madame Marie Cheval) ainsi que ceux qui représentent le Groupe La Caixa ou lui sont liés, et qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le Conseil dans le cadre de l'Offre, ont voté conformément au sens du vote dégagé par le vote des trois administrateurs ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard de l'Offre, aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce :

- *« En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil souligne que l'opération a pour objectif d'accompagner et soutenir le développement stratégique de la Société, notamment pour maintenir sa position de leader dans la banque en ligne en France. Tout en s'appuyant sur les compétences et l'expérience des équipes dirigeantes de Boursorama, Société Générale et le Groupe La Caixa apporteront, en particulier, à Boursorama leur expérience et leur vision stratégique commune de la banque en ligne en France et en Europe, en vue de développer l'offre de Boursorama, le Groupe La Caixa étant un partenaire clé pour le développement de Boursorama en Espagne.*
- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Conseil prend acte que le rapport de l'expert indépendant conclut que les conditions de l'Offre sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires de la société Boursorama, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire. En particulier, le prix proposé de 12 euros par action :*
 - *Fait ressortir une prime de 17,3% par rapport à la valeur centrale issue de l'approche par actualisation des flux de trésorerie, méthode privilégiée par l'expert indépendant en conclusion de son rapport,*
 - *Fait ressortir une prime de 22,1% par rapport au cours spot du 17 mars 2014 et des primes de 23,6% à 42,3% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 6 mois, à cette date,*
 - *Fait ressortir une prime de 16,6% par rapport à la moyenne des approches de valorisation par les multiples de sociétés comparables (comprises entre 8,1 et 12,5 euros par action), étant observé que le prix proposé présente une décote par rapport au haut de la fourchette de cette méthode.*

Le Conseil constate que si les actionnaires minoritaires (autres que CaixaBank et Hodefi), auto-détention exclue, ne détiennent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Société Générale procédera à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, moyennant une indemnité de 12 euros par action.

Le Conseil relève en conséquence que les conditions financières de l'Offre représentent une opportunité de liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables pour les actionnaires.

- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que l'opération n'aura pas d'impact sur la politique de Boursorama en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines et qu'elle vise à poursuivre la croissance de la Société.*

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment par l'expert indépendant, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et recommande aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter leurs titres à l'Offre. »

Il est enfin précisé que :

- parmi les administrateurs détenant des actions de la Société, M. Henri Cukierman indique avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions de la Société qu'il détient, et Société Générale et CaixaBank ont indiqué que leurs actions de la Société ne seront pas apportées dans la mesure où celles-ci ne sont pas visées par l'Offre ; et
- la Société envisage d'apporter à l'Offre ses actions auto détenues.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance a été désigné le 20 mars 2014 par le conseil d'administration de Boursorama en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et le retrait obligatoire éventuel.

Ce rapport est reproduit ci-après.

Offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société Boursorama initiée par Société Générale

Rapport de l'expert indépendant

Sommaire

1. Présentation de l'opération	3
1.1 Contexte de la mission	3
1.1.1 Présentation de la société initiatrice	3
1.1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre	3
1.2 Contexte et termes de l'Offre	14
2. Déclaration d'indépendance	16
3. Diligences effectuées	16
4. Evaluation de Boursorama	17
4.1 Méthodes d'évaluation écartées	17
4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	19
4.2.1 Présentation des éléments prévisionnels	20
4.2.2 Travaux d'évaluation	23
4.3 Méthodes d'évaluation présentées à titre secondaire	25
4.3.1 Référence au cours de bourse et analyse des objectifs de cours des analystes	26
4.3.2 Multiples boursiers des sociétés comparables	29
4.4 Synthèse de l'évaluation de Boursorama	31
5. Analyse des éléments d'appréciation des conditions de l'Offre présentés dans le projet de note d'information	32
5.1 Présentation des méthodes écartées	32
5.2 Présentation des méthodes retenues	32
5.2.1 Données financières	33
5.2.2 Méthode des dividendes théoriques actualisés	33
5.2.3 Référence au cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes	34
5.2.4 Méthode des comparables boursiers	35
6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes	35
6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	35
6.2 Attestation sur le caractère équitable des conditions offertes	36
ANNEXES	38

Rapport de l'expert indépendant

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre ») initiée par Société Générale (l'« Initiateur »), agissant de concert avec les sociétés Hodefi et CaixaBank, sur les actions de la société Boursorama (la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de cette dernière le 20 mars 2014, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de la Société.

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

Notre rapport définitif a été présenté au Conseil d'administration le 14 avril 2014.

Le prix proposé aux actionnaires de la société Boursorama s'établit à 12 euros par action.

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

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes de Boursorama qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2013.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de la mission

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

Société Générale est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration. Son capital s'élève à 1 000 024 292,5 euros divisé en 800 019 434 actions. Le titre Société Générale est négocié sur le compartiment A du marché Euronext Paris (code ISIN : FR0000130809).

Société Générale est un des principaux groupes bancaires européens reposant sur un modèle de banque universelle. Le groupe est organisé selon 3 pôles métiers : la Banque de détail en France (33 % du PNB en 2013 regroupant les enseignes Société Générale, Crédit du Nord et Boursorama), la Banque de détail et les services financiers internationaux (32 % du PNB en 2013) et la Banque de grande clientèle et les solutions investisseurs (35 % du PNB en 2013, comprenant la banque de financement et d'investissement, la banque privée, la gestion d'actifs et les métiers titres).

Le groupe compte 32 millions de clients particuliers à fin 2013 avec une présence dans 76 pays, et emploie plus de 148 000 collaborateurs dans le monde.

En 2013, Société Générale a enregistré un produit net bancaire de 22,8 milliards d'euros en baisse de 1,2 % par rapport à 2012 et un résultat net part du groupe de 2,2 milliards d'euros (contre 790 millions d'euros en 2012).

L'encours de crédits à la clientèle s'élève à 333,5 milliards d'euros au 31 décembre 2013 pour un encours de dépôts de la clientèle de 344,7 milliards d'euros.

Ses capitaux propres part du groupe s'élèvent à 51,0 milliards d'euros au 31 décembre 2013 et son ratio Common Equity Tier 1 (« CET1 ») Bâle 3 s'établit à 10,0 %.

1.1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre

Boursorama est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 35 399 231,2 euros divisé en 88 498 078 actions. Introduit en bourse en 2000, le titre Boursorama est coté sur le compartiment B du marché Euronext Paris (code ISIN : FR0000075228 mnémonique BRS et FR0011669639 mnémonique BRSNV).

Au 31 décembre 2013, le capital du groupe est détenu à hauteur de 55,5 % par Société Générale, et de 20,7 % par le groupe espagnol Caixa (par l'intermédiaire des sociétés Hodefi, CaixaBank et EOC Caixa²). Compte tenu de titres auto-détenus pour 3,1 % du capital, le flottant représente à cette date 20,7 % du capital.

² L'action détenue par EOC Caixa a été cédée depuis à un prix inférieur au prix de l'Offre

1.121 Présentation de l'activité de la Société

Boursorama, acteur majeur de la finance en ligne en Europe, présent en France, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, est né du rapprochement de Fimatex et de Finance Net (propriétaire du portail boursorama.com) en 2002. Le Groupe a renforcé son implantation européenne grâce aux acquisitions de Selftrade en 2002, de CaixaBank France en 2006 et d'OnVista AG en Allemagne en 2007.

Premier acteur à proposer une offre de courtage de produits dérivés sur minitel à destination des investisseurs particuliers, le groupe Boursorama s'est développé avec l'émergence d'internet et du e-commerce et est devenu en un peu moins de 20 ans un acteur majeur de l'investissement, de l'épargne et de la banque en ligne en Europe avec 5,6 millions d'ordres exécutés en 2013, 1 179 110 comptes et 18,6 milliards d'euros d'encours gérés (titres vifs, OPCVM, Assurance Vie et dépôts clients) à fin décembre 2013.

En France, l'offre de Boursorama est articulée autour de deux pôles :

- la banque en ligne et le courtage en ligne avec Boursorama Banque : la gamme de produits s'étend du compte bancaire classique au crédit immobilier et personnel en passant par des produits de courtage et d'épargne ;
- le portail d'information économique et financière sur Internet, le site boursorama.com : le site agrège les informations économiques, financières, patrimoniales mais aussi généralistes afin de répondre aux attentes de l'ensemble de ses visiteurs, du boursier actif à l'investisseur long terme.

Présent au Royaume-Uni au travers de sa filiale Selftrade, Boursorama propose essentiellement une offre de courtage en ligne.

En Allemagne, avec sa filiale OnVista Bank³, Boursorama se positionne comme un *challenger* du marché du courtage en ligne allemand et un acteur clé de l'information financière en ligne avec le site onvista.de.

Présent historiquement au travers d'une activité de courtage en Espagne sous la marque SelfTrade Bank, le groupe a créé en 2009 la filiale Self Bank, joint-venture entre Boursorama (51 %) et La Caixa (49 %), qui propose une offre de courtage, d'épargne et de banque en ligne.

1.122 Analyse du marché de Boursorama

La Banque en ligne

Description et évolution du marché

³ Détenue à 92 % et cotée en bourse de Francfort

La banque en ligne représente un marché relativement récent qui s'est surtout développé ces dernières années à la faveur du développement d'internet et des services en ligne. Le développement du e-commerce et du paiement sur internet a, par ailleurs, favorisé la dématérialisation du contact entre la banque et ses clients et a entraîné une baisse de fréquentation des agences bancaires.

En 2013, le marché de la banque en ligne en France représentait 4,3 % du marché bancaire avec un peu plus de 3 millions de comptes en ligne⁴.

Selon une étude de l'Ifop datant de septembre 2013, seulement 2 % des français ont pour banque principale une banque en ligne, en raison principalement de l'assurance qu'offre une banque de détail traditionnelle de pouvoir se déplacer en agence en cas de problème et de pouvoir rencontrer son conseiller.

Il doit être noté qu'en dépit de cette apparente fidélité à leur agence bancaire, la majorité des contacts entre une banque et ses clients se fait désormais hors de l'agence, par téléphone ou en ligne. La grande majorité des clients ne se déplace en effet que moins d'une fois par mois en agence.

La banque en ligne apparaît ainsi comme un véritable relais de croissance pour les banques de détail traditionnelles en France.

Dépourvues de réseau bancaire physique, les banques en ligne se positionnent comme les acteurs les moins chers du marché, en proposant une large gamme de produits et services entièrement gratuits. Cette compétitivité prix a été un élément particulièrement attractif dans un contexte de crise financière et de morosité de la conjoncture économique.

Pour s'imposer sur le marché bancaire dans le cadre d'une stratégie de conquête client, les banques en ligne ont maintenu une tarification attractive. Compte tenu des lourds investissements de lancement, de nombreuses sociétés ne sont pas encore rentables.

Structuration du marché

Europe

En Europe, les marchés nationaux de la banque en ligne sont très hétérogènes en termes de dynamique de développement et de niveau de maturité, les marchés d'Europe du Nord étant les plus avancés.

⁴ Source : presse (La Tribune du 18 février 2014)

Rapport de l'expert indépendant

L'Allemagne constitue un marché plus développé et plus mature que la France. La filiale d'ING est leader sur le marché avec la marque ING Diba qui compte plus de 8 millions de clients.

Le marché anglais est également actif avec deux acteurs dominants : First Direct, détenu par le groupe HSBC, suivi de Smile, filiale de The Co-operative Group. Le marché anglais connaît actuellement des restructurations (rachat par Barclays de la filiale d'ING en 2012).

En Espagne, le marché se développe sous l'impulsion de la filiale locale d'ING et des banques de détail qui créent des offres de banque digitale.

France

Le marché français de la banque en ligne est composé d'une vingtaine d'acteurs avec des modèles relativement hétérogènes en fonction du niveau d'intégration de la banque numérique aux réseaux bancaires. Boursorama s'est ainsi développée de façon totalement autonome par rapport à son actionnaire de référence, alors que des acteurs tels que HelloBank ou ING sont totalement intégrés dans la politique commerciale de leur groupe d'appartenance.

A fin 2013, le marché est concentré autour de cinq acteurs qui détiennent plus des deux tiers des comptes clients ouverts :

Classements des acteurs par nombre de clients en France

Banque	Groupe d'appartenance	Nombre de clients à fin 2013
ING Direct	ING Group	900 000
Boursorama	Société Générale	505 000
Monabanq	Credit Mutuel - CIC	290 000
Fortuneo	Credit Mutuel Arkea	260 000
BforBank	Crédit Agricole	115 000 ⁽¹⁾
Total		1 955 000

Source : Sociétés. ⁽¹⁾ : Les Echos du 19 mars 2014

Positionnement de Boursorama dans le marché

Lancée en 2006, Boursorama Banque est un des pionniers et un des leaders de la banque en ligne en France. Elle compte environ 505 000 clients à fin 2013, les ouvertures de comptes ayant progressé de plus de 49 % en 2013.

Le positionnement de Boursorama est fondé sur la simplicité de l'offre, la compétitivité prix et le principe de l'architecture ouverte afin d'offrir aux clients une gamme de produits diversifiée. Boursorama se distingue également par une offre de crédit immobilier et de crédit à la consommation à destination des particuliers.

Rapport de l'expert indépendant

En Espagne, Boursorama développe une offre bancaire en ligne en partenariat avec Caixa Bank sous la marque SelfBank.

Sur les marchés allemands et anglais, Boursorama est principalement spécialisé sur l'activité de courtage et ne propose pas d'offre bancaire.

Le courtage en ligne

Europe

Au Royaume-Uni, la mise en place d'une réglementation plus restrictive du courtage en ligne encourage actuellement la concentration du secteur.

En Allemagne, marché le plus important en zone euro par le nombre de transactions, l'arrivée en 2007 du nouvel acteur *low-cost* Flatex a bouleversé le marché qui est devenu encore plus compétitif.

En Espagne, le marché est dominé par les filiales des principaux groupes institutionnels.

Boursorama est présent sur ces trois marchés sous la marque Selftrade au Royaume-Uni, OnVista en Allemagne et SelfBank en Espagne. Le groupe figure dans le top 5 en Espagne et se positionne en tant que *challenger* au Royaume-Uni et en Allemagne.

France

Le marché français représente le deuxième marché le plus important en zone euro par le nombre de transactions derrière l'Allemagne⁵. 1 % de la population adulte en France avait recours au trading sur internet en 2012⁶, ce qui représente 475 000 propriétaires de portefeuilles en ligne.

Il est historiquement très concentré avec certains acteurs présents depuis plus de 15 ans dont les trois premiers (Boursorama, Cortal Consors et Fortuneo) représentent plus de 50 % du marché⁷. Boursorama est leader sur le marché français avec une part de marché de près de 33 % en 2011⁸.

L'arrivée d'acteurs *low-cost* comme Binck.fr, iDealing.com ou Bourse Direct a profondément modifié l'environnement concurrentiel.

⁵ Source : Les Echos du 25 avril 2012 (données 2011)

⁶ Source : Lettre de l'Observatoire de l'AMF

⁷ Source : La Tribune du 23 mars 2012

⁸ Source : Les Echos du 25 avril 2012 sur la base des chiffres Aysel 2011 (Association de l'Economie Numérique)

Pour faire face à cette nouvelle concurrence et à l'accroissement des contraintes réglementaires, les courtiers en ligne se diversifient sur d'autres métiers comme la banque en ligne ou la gestion d'actifs. Les relais de croissance passent principalement par l'enrichissement de la gamme de produits et de services.

Le portail internet d'informations économiques et financières

Boursorama est présent sur ce marché avec son portail Boursorama.com, premier site d'information économique et financière en France avec plus de 27 millions de visites uniques mensuelles et plus de 270 millions de pages vues par mois en moyenne en 2013 selon l'OJD⁹, devant le site Internet des Echos (numéro deux du classement avec un peu plus de 13,5 millions de visites uniques mensuelles), de La Tribune et du magazine Challenges (avec respectivement 4,4 et 3,6 millions de visites uniques mensuelles).

En Allemagne, Boursorama est présent avec le portail Onvista.de, qui compte près de 830 000 visiteurs uniques mensuels (Source AGOF, 2013).

1.123 Rappel de la réglementation du secteur

Les acteurs du secteur bancaire évoluent dans un environnement particulièrement réglementé avec des contraintes qui se sont renforcées depuis la crise financière de 2008.

Les réglementations mises en place visent notamment à améliorer la solvabilité et la liquidité des établissements financiers tout en garantissant un niveau de levier acceptable. Les contraintes en termes de communication financière, de reporting prudentiel, de suivi des risques et de conformité sont également renforcées.

L'application depuis le 1^{er} janvier 2014 du règlement 575/2013 (« CRR »)¹⁰ au sein de l'Union Européenne impose les ratios de solvabilité minimum suivants (après période de transition) :

- Ratio Common Equity Tier 1¹¹ (noyau dur des fonds propres de base rapporté aux emplois pondérés par les risques) de 7 %
- Ratio Tier 1¹⁰ (fonds propres et quasi fonds propres éligibles en Tier 1 rapportés aux emplois pondérés par les risques) de 8,5 %

⁹ Organisme de référence dans l'expertise du dénombrement des médias imprimés et numériques

¹⁰ Le règlement Capital Requirements Regulation (CRR) couvre les aspects fonds propres, liquidité, levier et risques, de la réforme Bâle 3

¹¹ Y compris coussin de conservation

Rapport de l'expert indépendant

- Ratio Total Capital¹⁰ (y compris dettes subordonnées éligibles en Total Capital) de 10,5 %

Concernant le ratio de levier (fonds propres Tier 1 rapportés au total des actifs non pondérés du bilan, ainsi qu'aux éléments du hors bilan après facteur de conversion), la réglementation prévoit une publication des niveaux atteints à partir de 2015 et une intégration au pilier 1 (exigences minimales de fonds propres) le 1^{er} janvier 2018. Son mode de calcul n'est pas encore définitif et d'éventuels ajustements pourront être apportés à sa définition et son calibrage d'ici 2017.

Au-delà de ces contraintes réglementaires, les attentes du marché imposent aux établissements financiers de respecter des ratios prudentiels supérieurs aux minimums réglementaires : les grandes banques françaises communiquent aujourd'hui sur un ratio Common Equity Tier 1 cible de l'ordre de 10 % (*fully loaded*, sans phasage) et un ratio de levier cible compris entre 3,5 % et 4 %.

Nous avons également relevé que les analystes retenaient dans leurs travaux des cibles de Common Equity Tier 1 de 10 % ou 15 % pour évaluer Boursorama.

1.124 Forces et faiblesses de Boursorama

Rapport de l'expert indépendant

Opportunités	Menaces
Courtage en ligne	
• Attractivité de nouveaux produits • Démocratisation de la clientèle • Rebond des marchés financiers	• Concurrence accrue avec l'arrivée d'acteurs <i>low-cost</i> • Accroissement des exigences réglementaires • Incertitudes fiscales
Banque en ligne	
• Baisse de la fréquentation des agences bancaires • Révolution de l'utilisation des mobiles et des tablettes pour les opérations bancaires courantes • Développement du e-commerce et du paiement en ligne • Les nouvelles générations sont de plus en plus à l'aise avec le numérique et la dématérialisation des contacts • Démocratisation de la clientèle • Développement éventuel vers les professionnels	• Intensité concurrentielle accrue nécessitant des investissements en marketing croissants • Compression des marges dans les périodes de taux bas • Restructuration en cours du modèle de banque de détail de proximité • Fidélité des clients à leurs banques principales • Accroissement des exigences réglementaires
Forces	Faiblesses
Courtage en ligne	
• Pionnier historique du secteur avec Cortal Consors et Fortuneo • Forte notoriété de la marque en France • Offre de produits parmi les plus diversifiées	• Sensibilité au volume de transactions et à l'évolution des marchés financiers
Banque en ligne	
• Pionnier historique avec ING Direct • Forte notoriété de la marque en France • Compétitivité prix : l'acteur le moins cher du marché • Gamme de produits et de services la plus étoffée • Fonctionnement en architecture ouverte • Adaptation du site Internet à l'utilisation sur smartphones et tablettes	• Peu développée dans les autres pays européens dont le marché est plus dynamique • Sensibilité à la courbe des taux • Une sélectivité encore importante sur la clientèle, faible démocratisation

1.125 Analyse des performances

Evolution de la profitabilité

En 2013, le Produit Net Bancaire de Boursorama a atteint 207,8 millions d'euros en croissance de 3,1 % par rapport à 2012.

La France représente 79 % du PNB et a enregistré une progression de 3,8 % en 2013, soit une accélération par rapport au rythme de croissance annuel moyen de 0,4 % sur les cinq dernières années. En effet, entre 2009 et 2013 la croissance a été globalement faible, le fort développement des activités bancaires (+7,2 % par an) ayant été compensé par la baisse du courtage (-8,9 % par an, l'activité restant en fort repli par rapport au niveau de 2011 après la baisse de plus de 20 % des transactions enregistrée en 2012). La conquête de nouveaux clients s'est accélérée en 2013, et Boursorama compte plus de 500 000 clients à fin 2013. Les revenus provenant du portail Internet sont quasiment stables entre 2009 et 2013, le contexte économique pesant sur les dépenses publicitaires des annonceurs. Au sein du PNB France, la banque contribue pour 63 %, la bourse pour 31 % et le portail Internet pour 6 %.

L'activité de OnVista, la filiale allemande de courtage en ligne a connu une progression soutenue de 7,7 % en moyenne annuelle sur les cinq dernières années, due en partie à la croissance externe (acquisition en 2010 de la clientèle allemande de Nordnet). La croissance du PNB a bénéficié en 2013 du contexte boursier plus favorable et a atteint 18,8 %. L'Allemagne représente 8 % du PNB 2013.

Au Royaume-Uni, Selftrade connaît de lourdes difficultés dans un contexte d'environnement réglementaire plus contraignant et de remise à niveau de ses processus opérationnels. Le PNB a diminué de 27 % en 2013 du fait des nouvelles contraintes de remplacement des dépôts clients et du fonctionnement sous licence bancaire restreinte. En 2013 le Royaume Uni a représenté 7 % du PNB.

En Espagne, SelfBank, filiale commune avec Caixa, a connu une accélération sensible en 2013 (hausse de 46 % du PNB) du fait de la forte croissance des dépôts clientèle et du nombre d'ordres traités. L'Espagne contribue pour 5 % au PNB 2013.

Le développement des activités bancaires (dépôts, crédits) et dans le même temps la baisse des revenus du courtage liée à l'environnement boursier défavorable, ont conduit à une évolution sensible de la structure du PNB entre 2009 et 2013. La contribution de la marge nette d'intérêt est ainsi passée de 38 % à 49 % en 2013.

Les charges d'exploitation ont augmenté en moyenne de 4,4 % par an du fait de la forte croissance de la base clientèle en France et en Espagne qui a nécessité des investissements informatiques, des coûts marketing et une augmentation des effectifs. Les coûts liés à la mise à niveau des processus opérationnels au Royaume-Uni ont également pesé significativement en 2013.

Le coefficient d'exploitation atteint 75,7 % pour le groupe en 2013. Il s'établit à 61,8 % en France et à 129,1 % à l'international. En moyenne sur les cinq dernières années, le coefficient d'exploitation de la France ressort à 58,9 %.

Au total, le résultat brut d'exploitation (« RBE ») a atteint 50,4 millions d'euros en 2013, en baisse de 24 % du fait des pertes générées par les filiales à l'international (en phase de croissance ou connaissant des difficultés spécifiques). Le RBE de la France n'a comparativement baissé que de 6 % à 62,9 millions d'euros.

Le coût du risque a augmenté de 7,4 % sur la période 2009-2013 du fait de la croissance des encours de crédit. Il représente 9,7 bp des encours moyens en 2013, en légère baisse par rapport aux années antérieures. La faiblesse de ce ratio tient aux caractéristiques du portefeuille de crédits constitué à 89 % de crédits immobiliers, et à la typologie de la clientèle de Boursorama (pas de crédits aux entreprises et clientèle de particuliers CSP+).

Les résultats 2013 ont été fortement impactés par des dépréciations exceptionnelles de 65,7 millions d'euros :

- Dépréciation du goodwill de 23,2 millions d'euros sur OnVista. Le goodwill résiduel s'établit à 19,8 millions d'euros ;
- Dépréciations de 42,4 millions d'euros pour la filiale anglaise : le goodwill a été totalement déprécié (30,4 millions d'euros), et des dépréciations ont été comptabilisées sur les actifs incorporels (développement IT) et sur les actifs d'impôt différé (totalement dépréciés à fin 2013).

Compte tenu des éléments exceptionnels, le résultat net part du groupe est en perte de 36 millions d'euros. Le résultat hors éléments exceptionnels ressort à 29,7 millions d'euros, en baisse de 26 % par rapport à 2012.

Structure financière

Le total de bilan de Boursorama a progressé de façon soutenue sur la période 2009-2013 du fait de la croissance des activités bancaires. A fin 2013, le total de bilan s'établit à 5 681 millions d'euros, soit une croissance annuelle moyenne de 15,8 % sur la période.

Les dépôts de la clientèle représentent 79 % du total bilan. Ils sont constitués à hauteur de 35 % des comptes titres, 25 % de comptes sur livret, 19 % de comptes courants et 15 % de livrets réglementés.

Les encours de crédit atteignent 2 611 millions d'euros à fin 2013. Ils ont progressé de 11 % en moyenne sur la période 2009 - 2013, avec une accélération en 2013 (+28 %)

Rapport de l'expert indépendant

due à la croissance de la production (+76 %). Les encours douteux représentent moins de 1 % des encours et sont provisionnés ou garantis à hauteur de 100 %.

Compte tenu de la forte croissance des dépôts, le ratio Loan/Deposit a diminué sur la période, passant de 74,6 % en 2009 à 58,2 % en 2013.

Avec 745,3 millions d'euros de capitaux propres consolidés au bilan, Boursorama dispose de fonds propres prudentiels de 524,8 millions d'euros (y compris TSDI).

Prudentiel

La Société n'est actuellement pas suivie par le régulateur sur base solo, ni sous-consolidée au sein du groupe Société Générale. Elle n'est pas, de ce fait, directement soumise à un minimum réglementaire.

Le ratio CET1 de Boursorama est de 31,2 % au 31 décembre 2013. En l'absence de titres hybrides éligibles en Tier 1 (AT1, *Additional Tier 1*), le ratio Tier 1 de Boursorama est identique au ratio CET1.

Le ratio de levier de Boursorama est estimé à 6,6 % au 31 décembre 2013. Ce ratio est considéré par le management comme la contrainte réglementaire la plus forte dès son entrée en application, compte tenu de ses perspectives de développement.

Résultats prévisionnels

Boursorama a annoncé, lors de la publication des résultats 2013, qu'elle poursuivrait en 2014 ses investissements pour continuer à développer son fonds de commerce en France, en Espagne et en Allemagne, et qu'elle n'attendait pas d'amélioration du résultat net hors éléments exceptionnels au Royaume-Uni.

1.2 Contexte et termes de l'Offre

Le 18 mars 2014, Société Générale a annoncé avoir signé un pacte d'actionnaires (« le Pacte ») avec le groupe Caixa, constitutif d'une action de concert.

Société Générale a déposé le même jour un projet d'offre publique d'achat simplifiée, en application de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF.

L'offre porte sur l'ensemble des titres non détenus par Société Générale et les entités du groupe Caixa, soit au 9 avril 2014, 21 225 260 actions.

Par ailleurs, Société Générale se porte acquéreur de la totalité des 506 479 actions nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice des options de souscription d'actions octroyées à certains salariés de la Société.

Société Générale s'engage irrévocablement à acquérir les titres visés au prix de 12 euros par action.

L'Initiateur a indiqué que, dans l'hypothèse où les actions non présentées ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Boursorama, il mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire au prix de 12 euros, conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur a indiqué dans le projet de note d'information que l'acquisition de Boursorama s'inscrivait dans sa stratégie de renforcement dans le secteur de la banque en ligne en France. Dans un contexte de concurrence renforcée et de forte mutation, l'initiateur souhaite renforcer ses marges de manœuvre stratégiques. Il souhaite également simplifier les structures du groupe et se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation en bourse de cette filiale.

Analyse du pacte d'actionnaires

Nous avons analysé le pacte d'actionnaires signé le 17 mars 2014 entre Société Générale d'une part et les entités du groupe Caixa, CaixaBank et Hodefi¹², d'autre part.

¹² Au 9 avril 2014, Hodefi détient 17 039 955 actions Boursorama soit 19,3 % du capital, CaixaBank détient 1 168 103 actions soit 1,3 % du capital

L'action de concert se caractérise par la volonté des parties d'approfondir et de renforcer leur partenariat dans le domaine du courtage en ligne et de la banque en ligne en Europe. Les parties confirment également leur volonté de subvenir aux besoins de financement de la Société liés à son développement.

Le pacte est conclu pour une durée de cinq ans. Les parties s'engagent à ne pas céder leurs titres de la Société durant une période de trois ans à partir de la date de signature du pacte. Durant cette période de *lock-up*, les transferts autorisés (cession par l'une des parties à une entité appartenant à son groupe, ou cession entre Hodefi et CaixaBank) doivent être notifiés à l'autre partie.

A l'issue de la période de lock-up, Société Générale bénéficie d'un droit de premier refus sur toute cession ou échange de plus de 3 % du capital de la Société par les entités du groupe Caixa.

Le pacte prévoit les clauses usuelles de tag along et drag along permettant ou contraignant le groupe Caixa à céder la totalité de sa participation à l'acquéreur dans les mêmes conditions que Société Générale.

Le pacte régit également la gouvernance de la Société :

- Caixa dispose dès la signature du pacte d'un droit de veto sur un certain nombre de décisions stratégiques structurantes, droit qui sera renforcé à l'issue de la période de lock-up.
- En cas d'impossibilité de réunir la majorité spéciale, Caixa bénéficiera d'une option de vente de l'intégralité de sa participation à Société Générale, à la valeur de marché déterminée à dire d'expert.

Le pacte prévoit également qu'en cas de retrait de la cotation de la Société, le pacte d'actionnaires concernant la participation dans Self Trade Bank sera amendé de manière à ce que Caixa bénéficie d'une option d'achat portant sur l'intégralité de la participation détenue par la Société dans Self Trade Bank, exerçable (à un prix fixé à dire d'expert) dans les cas où i) Caixa cesserait d'être actionnaire de la Société et ii) la Société n'aurait pas exercé son option d'achat sur la participation détenue par Caixa dans Self Trade Bank.

Nous n'avons relevé dans les termes du Pacte aucune clause susceptible d'avoir un impact sur les conditions financières de l'Offre.

2. Déclaration d'indépendance

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

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

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec la banque présentatrice de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par Ricol Lasteyrie Corporate Finance au cours des deux dernières années figure en annexe 2, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

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

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- étudier le contexte de signature et le contenu du pacte d'actionnaires ;
- mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation de Boursorama pour apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre, et du retrait obligatoire éventuel ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, document de référence...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2013.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Rapport de l'expert indépendant

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la société cible et ses conseils ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur l'activité de la Société et ses performances, son évolution récente et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons également échangé avec les membres indépendants du Conseil d'administration de Boursorama.

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de Société Générale CIB (« SGCIB »), banque présentatrice de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix offert et résumés dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Nous avons dans ce cadre discuté avec les représentants de SGCIB à plusieurs reprises.

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

4. Evaluation de Boursorama

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur résumés dans le projet de note d'information nous ont été communiqués en début de mission.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable consolidé

Cette référence ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est reflétée que partiellement au bilan consolidé de la société Boursorama.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) s'établit à 597 millions d'euros au 31 décembre 2013 (hors titres subordonnés à durée indéterminée de 120 millions d'euros) pour 85 361 551 actions en circulation (hors actions auto-détenues), soit une valeur par action égale à 6,99 euros.

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à évaluer les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs, ainsi que les incorporels qui ne sont pas comptabilisés.

Cette méthode nous paraît peu adaptée car la réévaluation des incorporels identifiés (notamment la marque) ne permet pas de capter pleinement le potentiel de croissance de la Société.

Méthode des transactions comparables

Cette méthode repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat de sociétés cotées ou non, récemment intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète, les transactions ayant pu donner lieu à des engagements spécifiques (garanties de passif et autres) qui restent souvent confidentiels et ne permettent pas d'avoir une approche précise de la valeur.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons identifié les transactions suivantes dans le secteur de la banque en ligne en Europe :

- Acquisition de Banco Inversis Net par Banca March en juillet 2013 ;
- Acquisition d'ING Direct UK par Barclays en octobre 2012 ;
- Acquisition de 34 % de Monabanq par Crédit Mutuel en mars 2010.

Nous n'avons pas pu déterminer de multiples en raison du manque d'informations financières sur la société cible ou sur le montant de la transaction.

Références aux transactions récentes sur le capital de la société

Cette méthode consiste à évaluer la Société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur le capital de la Société.

Elle ne peut être appliquée compte tenu de l'absence de transaction externe significative intervenue récemment sur le capital de Boursorama.

Méthode de Gordon Shapiro (Warranted Equity Value – "WEV")

Rapport de l'expert indépendant

Cette méthode consiste à appliquer aux fonds propres normalisés de la Société un multiple issu du rapport entre le rendement du capital (ROE normatif normalisé) et le coût du capital ajusté du taux de croissance à long terme.

Très sensible aux hypothèses retenues, elle est généralement retenue pour l'évaluation d'activités matures offrant une bonne visibilité sur le ROE normatif à retenir.

Nous ne l'avons pas retenue, s'agissant d'une société en phase de croissance et avons en revanche mis en œuvre une méthode d'actualisation des dividendes prévisionnels (DDM) qui permet de déterminer de façon plus précise la valeur de la Société.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu à titre principal la méthode d'actualisation des flux de dividendes prévisionnels (méthode DDM « Dividend Discount Model »).

Nous présentons à titre secondaire la référence au cours de bourse et une méthode analogique fondée sur les comparables boursiers.

Nombre de titres de référence

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions en circulation à la date de l'offre (88 498 078 actions) augmenté de celles qui résulteraient de l'exercice des options de souscription (506 479 actions) et diminué du nombre d'actions auto-détenues en date de l'offre (2 674 236 actions).

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 86 330 321 actions.

Pour déterminer la valeur par action de la Société, nous ajoutons à la valeur des fonds propres obtenue :

- la trésorerie relative à l'exercice effectif de 441 346 options depuis le 1^{er} janvier 2014 et à l'exercice potentiel des 506 479 options en circulation, soit un total de 6 235 603 euros ;
- la trésorerie relative à la cession (montant net des acquisitions et des cessions) de 20 945 titres auto détenus, intervenue entre le 1^{er} janvier 2014 et la date de l'offre, soit un total de 177 569 euros.

La méthode DDM

La méthode DDM consiste à déterminer directement la valeur des capitaux propres d'une banque en actualisant, au coût des fonds propres, le résultat théoriquement distribuable pour l'actionnaire.

Ce dernier correspond au résultat après impôt diminué (i) des montants mis en réserve pour respecter les ratios prudentiels et (ii) des compléments en fonds propres éventuellement nécessaires au respect de ces mêmes ratios.

Cette méthode s'appuie sur les flux prévisionnels sur un horizon explicite et sur une valeur de sortie à l'horizon de ces prévisions. La valeur de la Société est ensuite augmentée de l'excédent initial de fonds propres, considéré distribué à la date d'évaluation.

4.21 Présentation des éléments prévisionnels

Construction

Le plan d'affaires a été construit sur la base de trois phases de développement :

La première phase (2014–2016) repose sur les projections du management de la Société, déterminées dans le cadre du processus budgétaire fin 2013. Le plan d'affaires moyen terme est établi au niveau de chaque filiale étrangère et consolidé au niveau du Groupe.

La seconde phase (2017–2020) repose sur une extrapolation, réalisée sur la base des objectifs pour chaque filiale à horizon 2020 communiqués et discutés avec le management. Les données ont ensuite été consolidées au niveau Groupe. Pour la France, l'extrapolation repose sur le plan à long terme établi en juin 2013, dénommé « Retail 2020 », mis à jour afin de tenir compte des nouvelles prévisions économiques et financières. Pour les filiales étrangères, au Royaume-Uni, en Espagne et en Allemagne, l'extrapolation repose sur les prévisions à long terme présentées par le management, en cohérence avec celles retenues dans le cadre des tests de dépréciation réalisés fin 2013 (le cas échéant).

La troisième phase (2021–2024) constitue une période d'atterrissage de quatre ans. Elle est directement établie au niveau consolidé du Groupe Boursorama et permet de modéliser une transition vers un flux normatif. Elle repose sur une convergence des principaux indicateurs de croissance et de marge vers leurs niveaux considérés normatifs.

A cet horizon, un flux terminal a été déterminé sur la base des hypothèses normatives du Groupe, soutenables à long terme dans un environnement mature.

Principales hypothèses du plan d'affaires France

Rapport de l'expert indépendant

L'objectif communiqué par la Société est d'atteindre un nombre de clients de 1,5 million en France à fin 2020, contre 505 963 clients à fin 2013, soit une croissance moyenne volontariste de 17 % par an sur la période 2013 – 2020. Il repose notamment sur un élargissement de la clientèle cible au-delà de la base historique issue de l'activité de courtage.

Le produit net bancaire de la Société en France se répartit entre l'activité bancaire (63 % en 2013), l'activité de courtage (31 % en 2013) et l'activité média (6 % en 2013).

Activité bancaire

L'évolution de l'offre bancaire repose sur un développement de l'offre de crédits à la clientèle, aussi bien de crédits immobiliers que de crédits à la consommation.

L'encours de crédits immobiliers devrait atteindre environ 6,0 milliards d'euros à fin 2020 contre 2,3 milliards d'euros à fin 2013, soit une croissance moyenne annuelle de 15 %. Cette évolution s'explique par une augmentation de la base clients, partiellement compensée par une diminution progressive de l'encours par client à partir de 2017.

L'encours de crédits à la consommation, dont l'offre a été lancée en 2013, est en forte progression sur le plan et devrait atteindre environ 350 millions d'euros fin 2020.

Les dépôts de la clientèle sont prévus en augmentation moyenne de 15 % par an sur la période 2013 – 2020. Ils devraient s'établir à environ 10,3 milliards d'euros en 2020 contre 4,0 milliards d'euros fin 2013. L'évolution de la structure des dépôts se traduit par une augmentation du poids des encours de Livret A et de LDD au détriment des comptes titres du fait de la moindre progression des activités de courtage.

Le ratio crédits / dépôts est en augmentation sur la période 2013 – 2016, et devrait s'élever à 74 % fin 2016, puis redescendre à 67 % fin 2020.

Compte tenu des prévisions de marges d'intérêt, le produit net bancaire de l'activité bancaire devrait croître en moyenne de 11 % par an sur la période 2013 – 2020.

Activité courtage

L'évolution de l'activité courtage est marquée à la fois par une augmentation du nombre de transactions, liée à la progression de la base clients, partiellement compensée par une diminution régulière du nombre de transactions par client, ainsi que par une réduction des revenus par transaction sur la période 2013 – 2020, reflétant le développement de la concurrence des acteurs *low-cost*.

Rapport de l'expert indépendant

Le produit net bancaire de l'activité courtage devrait progresser d'environ 7 % par an en moyenne sur la période 2013 – 2016 et de 3 % par an en moyenne entre 2016 et 2020.

Activité médias

L'activité médias, dont les revenus sont issus du portail Internet boursorama.com, est prévue en progression de 5 % par an à compter de 2017 jusqu'en 2020. Sur l'ensemble du plan, cette activité représente entre 5 et 6 % du PNB France.

Au total, le **PNB consolidé** du Groupe devrait enregistrer une croissance annuelle moyenne de 9 % sur la période 2013 – 2020.

Les charges d'exploitation devraient augmenter en moyenne annuelle d'environ 7 % sur la période 2013 – 2016 et de 9 % sur la période 2016 – 2020. Cette évolution traduit l'augmentation des frais de personnel et des frais de marketing nécessaires pour soutenir la croissance du nombre de clients, ainsi que des frais informatiques induits par le développement de nouvelles offres, notamment de crédits à la clientèle.

Sur la période 2014 – 2020, le coefficient d'exploitation est prévu en constante amélioration et atteint 57 % en 2020 contre 61,8 % en 2013.

Le coût du risque devrait légèrement se détériorer du fait de l'élargissement de la clientèle et du développement de l'offre de crédits à la consommation. Rapporté aux encours moyens, il devrait atteindre 14 points de base en 2020 contre 10 points de base en 2014.

Plan d'affaires de Selftrade (Royaume-Uni)

L'année 2014 est marquée par l'arrêt de la licence bancaire et par l'importance des frais liés à la remise à niveau des processus opérationnels relatifs à la conformité de l'entreprise avec la réglementation anglaise. De ce fait, la filiale devrait afficher un résultat en perte pour l'année 2014.

Le PNB est prévu en croissance annuelle moyenne de 9 % sur la période 2013–2020, induite par un effet de rattrapage.

Compte tenu des frais de remise à niveau de l'outil informatique de la filiale, le coefficient d'exploitation de Selftrade devrait se dégrader en 2014 puis progressivement s'améliorer pour atteindre 95 % en 2020.

Le management nous a par ailleurs communiqué différents scénarios possibles concernant l'avenir de cette filiale, que nous avons intégrés dans notre analyse.

Plan d'affaires de Selfbank (Espagne)

Le plan d'affaires de Selfbank est fondé sur une croissance volontariste compte tenu de sa taille actuelle. Le PNB est prévu en croissance annuelle moyenne de 6,3 % sur la période 2013–2016, puis de 6,0 % sur la période 2017–2020. Cette évolution favorable s'explique notamment par le fort développement de l'offre bancaire aux épargnants.

Après deux années de dégradation du coefficient d'exploitation liée en grande partie aux investissements nécessaires pour soutenir la nouvelle offre d'épargne, ce dernier devrait s'améliorer pour atteindre 75 % en 2020

Plan d'affaires d'Onvista (Allemagne)

Le plan d'affaires d'Onvista reflète également un développement volontariste. Il prévoit une croissance annuelle moyenne du PNB de 7 % sur la période 2013–2016, puis 3,5 % sur la période 2017–2020. Celle-ci est principalement tirée par les revenus de l'activité courtage.

Dans le même temps, la filiale parvient à maîtriser progressivement ses charges d'exploitation, notamment celles de personnel et d'informatique, et atteindre un coefficient d'exploitation de 86 % en 2020.

4.22 Travaux d'évaluation

Flux normatif

Nous avons construit un flux normatif à la fin de la période d'atterrissage fin 2024. Il repose sur des niveaux considérés soutenables à long terme dans un marché mature dans lequel la Société ne s'inscrit plus dans une stratégie de conquête de clients.

Le flux terminal repose sur un coefficient d'exploitation de 60 %, en amélioration par rapport au niveau prévu en 2020, de 63 %, et par rapport à l'historique (75,7 % en 2013). Ce niveau traduit des situations hétérogènes entre les filiales du Groupe, l'activité en France restant plus profitable que les activités de courtage à l'international confrontées à une concurrence forte et à une problématique de taille critique.

Le coût du risque a été maintenu stable par rapport 2020, à 14 points de base des encours moyens.

Le flux normatif correspond au résultat normatif corrigé de l'exigence en capital complémentaire.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,0 %, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme. Il convient de considérer ce taux de croissance à horizon 2025 dans un marché mature.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu un coût des fonds propres de 8,6 % déterminé sur la base :

- d'une prime de risque de marché de 5,0 %, correspondant à la prime au 31 mars 2014 (source : Associés en Finance) ;
- d'un taux sans risque de 2,9 %, calculé par différence entre le rendement espéré du marché et la prime de risque ci-dessus (source : Associés en Finance au 31 mars 2014) ;
- d'un Beta de 1,14 correspondant au Bêta prospectif médian des sociétés comparables de l'échantillon, soit un niveau en ligne avec le Bêta prospectif de Boursorama qui ressort à 1,17 (source : Datastream au 11 avril 2014).

A titre de comparaison, nous avons étudié les taux utilisés par les analystes pour évaluer Boursorama. Ils s'établissent entre 8,5 % et 9 %.

Le pas d'actualisation a été déterminé à mi-année, à compter du 31 mars 2014.

Méthodologie mise en œuvre

Dans le cadre de son évaluation stand alone, il convient de prendre en compte les exigences réglementaires et de marché applicables à une banque de détail en ligne.

Nous avons mis en œuvre une évaluation par DDM sur la base des exigences décrites au paragraphe 1.123 :

- un ratio Tier 1, identique au ratio CET1 en l'absence de titres qualifiés d'AT1, compris entre 8,5 % (minimum réglementaire) et 11,5 % (attentes de marché) ;
- un ratio Total Capital de 10,5 % (minimum réglementaire) ;
- un ratio de levier entre 3 % (minimum réglementaire) et 4 % (attentes de marché).

Résultats obtenus et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur des fonds propres s'établit à 883 millions d'euros et la valeur par action à 10,2 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,5 point de taux de croissance ;
 - +/- 0,5 point de taux d'actualisation ;
 - +/- 0,5 point de ratio de levier cible ;
 - +/- 1,5 point de ratio Tier 1 cible ;
 - +/- 2 points de coefficient d'exploitation normatif ;
 - +/- 5 points de base de coût du risque normatif rapporté aux encours moyens ;
- sont présentées ci-après.

Analyses de sensibilité : valeurs par action (€)

		Coût des Fonds Propres				
		7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	10,9	10,1	9,4	8,8	8,3
	1,5%	11,5	10,6	9,8	9,1	8,5
	2,0%	12,2	11,1	10,2	9,5	8,8
	2,5%	12,9	11,7	10,7	9,9	9,2
	3,0%	13,9	12,5	11,3	10,4	9,6

		Ratio de levier		
		3,00%	3,50%	4,00%
Tier 1 ratio	8,50%	10,9	10,3	9,6
	10,00%	10,9	10,2	9,6
	11,50%	10,8	10,2	9,5

		Coefficient d'exploitation normatif				
		56,0%	58,0%	60,0%	62,0%	64,0%
Coût du risque	0,04%	11,6	11,2	10,7	10,2	9,8
	0,09%	11,4	10,9	10,5	10,0	9,5
	0,14%	11,2	10,7	10,2	9,8	9,3
	0,19%	10,9	10,5	10,0	9,5	9,1
	0,24%	10,7	10,2	9,8	9,3	8,8

Selon cette méthode, la valeur par action de Boursorama ressort dans une fourchette de 9,5 euros à 11,1 euros, avec une valeur centrale à 10,2 euros par action. Le prix de 12 euros fait ressortir une prime de 17,3 % par rapport à la valeur centrale DDM et des primes de 8,5 % et 26,9 % par rapport aux valeurs haute et basse de la fourchette.

4.3 Méthodes d'évaluation présentées à titre secondaire

Nous présentons à titre secondaire :

- la référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes ;
- une méthode analogique fondée sur les comparables boursiers.

4.31 Référence au cours de bourse et analyse des objectifs de cours des analystes

Analyse du cours de bourse

L'action Boursorama S.A. est cotée depuis mars 2000. Elle est négociée sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0000075228 mnémonique BRS et FR0011669639 mnémonique BRSNV.

Le flottant représente 20,7 % du capital et sa liquidité est faible : avec 7 615 milliers de titres échangés sur l'année précédant l'annonce de l'opération, la rotation du flottant s'établit à 41,8 % et celle du capital à 8,6 %. Le cours de bourse ne peut donc pas être retenu comme référence de valeur principale. Nous le présentons à titre secondaire car il constitue néanmoins une référence importante pour les actionnaires minoritaires.

Etude du cours de bourse de Boursorama

Cours - en €	17-mars-14	Prime de l'offre	Liquidité	en Milliers
Spot	9,83	22%	Flottant au 31/12/2013	20,7%
Capitalisation boursière, en M€	865,60		Nombre d'actions total au 31/12/2013	88 056,73
Moyen pondéré 1 mois	9,71	24%	Moyenne volume 1 mois	49,80
Moyen pondéré 3 mois	9,09	32%	Moyenne volume 3 mois	39,06
Moyen pondéré 6 mois	8,43	42%	Moyenne volume 6 mois	33,42
Moyen pondéré 12 mois	7,62	57%	Somme volume 1 an	7 615,20
Moyen pondéré 24 mois	6,60	82%	Rotation du capital 1 an	8,6%
Plus haut 12 mois	10,09	19%	Rotation du flottant 1 an	41,8%
Plus bas 12 mois	5,82	106%		

Source : Datastream

Au 17 mars 2014, veille de l'annonce de l'Offre, le cours de bourse de Boursorama s'élevait à 9,83 euros et sa capitalisation boursière à 866 millions d'euros¹³.

¹³ Source : Datastream au 17/03/2014 sur la base d'un nombre d'actions de 88 056 732

Rapport de l'expert indépendant

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse sur les 24 derniers mois, comparée aux indices CAC 40 et Stoxx Europe 600 Bank :

Evolution du cours de bourse de Boursorama au 17/03/2014 depuis deux ans



Source : Datastream

Renvois	Dates	Evènements
1	27/04/2012	Résultats T1 2012
2	07/11/2012	Résultats T3 2012
3	01/01/2013	Hausse inexplicée : +11,3 % entre le 2 et le 9 janvier
4	18/03/2013	Arrivée du nouveau management
5	24/05/2013	Lancement d'une nouvelle campagne publicitaire Roadshows suite à la publication du résultat T1 Engouement pour le secteur avec l'arrivée de Hello Bank
6	07/06/2013	Hausse de l'objectif de cours de Kepler, passant de 8,0 à 9,0 euros
7	23/10/2013	Communiqué de presse sur l'estimation du résultat T3 2013
8	11/12/2013	Boursorama annonce qu'il compte plus de 500 000 clients en France
9	05/02/2014	Publication des résultats annuels 2013

Sur les deux dernières années, le cours de bourse s'est apprécié de 52 %, le cours ayant fluctué entre 4,54 euros et 10,09 euros.

Entre mars 2012 et avril 2013, le cours n'a pas dépassé 6,6 euros, et a atteint son point le plus bas à 4,54 euros le 6 novembre 2012. Durant cette période, son évolution a été relativement proche de celle de ses comparables cotés (DAB Bank et ComDirect).

Il s'est ensuite apprécié graduellement jusqu'à atteindre son maximum le 28 février 2014 à 10,09 euros, son évolution se déconnectant alors de celle de ses comparables cotés.

Cette évolution continue a en effet été marquée par des fortes hausses fin mai/début juin 2013 en écho à l'engouement du marché pour la banque en ligne avec le

Rapport de l'expert indépendant

lancement de Hello Bank par BNP Paribas et la nouvelle campagne de communication de Boursorama. Le titre a ainsi gagné 24 % entre le 24 mai et le 7 juin 2013 pour atteindre 7,3 euros.

Cette augmentation continue depuis la fin du premier semestre 2013 est cependant de moindre ampleur que le rallye opéré sur les principales valeurs bancaires françaises, ce qui se reflète dans un beta moins élevé pour Boursorama.

Le cours de bourse s'est maintenu entre 7 et 7,5 euros jusqu'à fin novembre 2013 avant de connaître une nouvelle vague de hausse particulièrement marquée entre le 25 et le 27 février 2014.

Suite à l'annonce de l'Offre, le cours de bourse s'est ajusté à un niveau légèrement supérieur au prix de l'Offre, à 12,1 euros, et est resté relativement stable jusqu'à ce jour. Les volumes traités ont été significatifs.

Le prix de 12 euros fait ressortir une prime de 22,1 % par rapport au cours spot du 17 mars 2014 et des primes de 23,6 % à 42,3 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 6 mois, à cette date.

Objectifs de cours des analystes (à titre d'information)

Au 17 mars 2014, seulement deux analystes de recherche actions couvraient le titre Boursorama : Kepler Cheuvreux et CM-CIC.

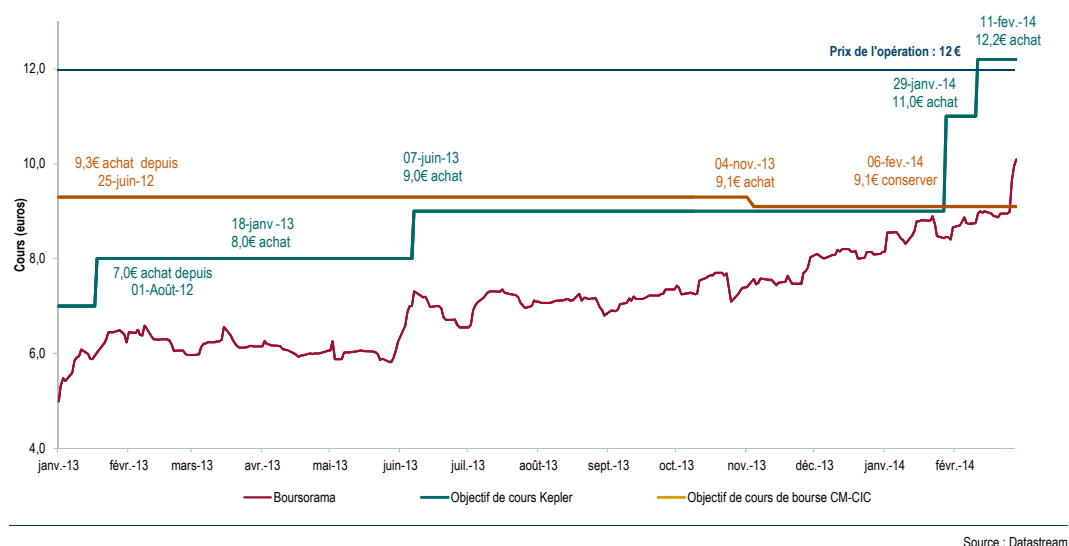
Les recommandations à l'achat de Kepler Cheuvreux ont fait l'objet de quatre hausses consécutives de l'objectif de cours entre octobre 2012 (7,0 euros) et février 2014 (12,2 euros).

En revanche, CM-CIC a abaissé son objectif de cours de bourse en novembre 2013 à 9,1 euros (contre 9,3 euros depuis juillet 2012).

Au 17 mars 2014, la moyenne arithmétique des objectifs de cours des analystes de recherche s'établissait à 10,7 euros.

Rapport de l'expert indépendant

Evolution des objectifs de cours de bourse des analystes jusqu'au 17/03/2014



Suite à l'annonce de l'Offre, Kepler Cheuvreux a ajusté son cours cible à 13,5 euros (4 avril 2014). Cet objectif est calculé sur la base d'une somme des parties par pays, reposant sur certaines des données communiquées dans le projet de note d'information, avec une hypothèse d'exigence de rentabilité des fonds propres de 8,5 % et une croissance à l'infini de 3,5 %. Nous comprenons que cet objectif de cours est donné à horizon 2016.

4.32 Multiples boursiers des sociétés comparables

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

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

- Domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique)
- Taille (PNB ou capitalisation boursière, part de marché)
- Niveau et structure des marges
- Perspectives de croissance de PNB et de marge

Dans le but de constituer cet échantillon, nous avons analysé la présentation par la société de son univers concurrentiel et étudié les notes de brokers sur Boursorama ou sur le secteur.

Compte tenu des spécificités de l'activité de Boursorama et de ses marchés géographiques, il n'existe pas de société qui lui soit totalement comparable.

Nous avons étudié un échantillon de 5 sociétés intervenant dans le secteur des services financiers (banque ou brokerage) en ligne.

Rapport de l'expert indépendant

La plupart de ces sociétés présentent des niveaux de liquidité faibles (rotation inférieure à 40 % pour le flottant) et sont très peu suivies par les analystes. C'est pourquoi nous ne présentons la méthode qu'à titre secondaire.

La synthèse des données des comparables est présentée dans le tableau ci-dessous.

Synthèse données comparables

Sociétés	Pays	Market cap (€m)	PNB 2013R (€m)	Croissance du PNB			Coefficient d'exploitation			RoAE*	CT 1
				2013	2014	2015	2013	2014	2015	2014E	ratio 2013
ComDirect	Allemagne	1 164	341	2,2%	2,0%	4,1%	76,1%	75,4%	73,3%	11,3%	45,8%
BinckBank	Pays-Bas	609	160	11,7%	1,7%	2,9%	73,9%	79,5%	72,5%	11,1%	26,4%
Nordnet	Suède	550	112	5,4%	10,8%	13,9%	66,4%	66,0%	58,6%	17,4%	14,1%
Swissquote	Suisse	421	102	12,0%	33,0%	7,1%	76,7%	54,3%	50,3%	15,2%	20,6%
DAB Bank	Allemagne	348	130	-6,1%	4,9%	5,0%	83,5%	82,4%	81,5%	6,6%	15,9%
Médiane				5,4%	4,9%	5,0%	76,1%	75,4%	72,5%	11,3%	20,6%

Sources : Données publiées 2013 et Datastream au 11/04/2014

* Return on Average Equity

Les niveaux de croissance et de rentabilité des sociétés de l'échantillon sont relativement hétérogènes avec des écarts types élevés selon les années de prévisions.

Ceci s'explique par la conjonction de trois paramètres :

- des marchés géographiques différents ;
- des degrés de maturité différents d'une société à l'autre ;
- un mix d'activités différent (pure broker, banque en ligne, etc.).

La rentabilité d'exploitation de Boursorama est proche de la médiane des comparables, le coefficient d'exploitation attendu en 2015 étant de 73,3 % contre 72,5 % pour les comparables. En revanche, son retour sur fonds propres est sensiblement plus faible que celui des comparables, ce qui est cohérent avec son niveau de solvabilité élevé.

Nous avons analysé les multiples de résultat net (P/E) et les multiples de fonds propres (P/BV) retraités du capital excédentaire, usuellement retenus dans le secteur. Pour le retraitement du capital excédentaire, nous avons retenu un ratio de Core Tier 1 cible (Bâle 2) de 10 %, conformément à notre hypothèse centrale retenue dans la méthode DDM et un niveau de rémunération du capital excédentaire correspondant à l'Euribor 6 mois au 1^{er} avril 2014 (soit 0,418 %).

Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 11 avril 2014 tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois au 11 avril 2014 ne remettait pas en cause nos conclusions. Nous avons déterminé les multiples 2014, et 2015 prévisionnels sur la base du consensus IBES.

Les multiples obtenus sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Rapport de l'expert indépendant

Synthèse des multiples ajustés

Sociétés	P/E nominalisé		P/BV nominalisé	
	2014	2015	2014	2015
ComDirect	13,7x	12,4x	3,2x	3,1x
BinckBank	10,5x	8,4x	1,5x	1,4x
Nordnet	16,0x	11,7x	3,2x	2,8x
Swissquote	10,4x	8,4x	2,4x	2,1x
DAB Bank	18,1x	15,9x	1,5x	1,5x
Médiane	13,7x	11,7x	2,4x	2,1x

Sources : Données publiées 2013 et Datastream au 11/04/2014

NB : Sur la base d'un ratio CT 1 cible de 10 % et d'une rémunération du capital excédentaire à 0,4%

Nous avons appliqué les multiples de P/BV médians 2014E et 2015E aux prévisions de fonds propres provenant du plan d'affaires de Boursorama retraités du capital excédentaire au 31 décembre 2013 (sur la base d'un ratio CET 1 cible à 10 %).

Nous avons appliqué les multiples de P/E médians 2014E et 2015E aux prévisions de résultats nets de Boursorama retraités des éléments suivants :

- des pertes de la filiale Selftrade au Royaume-Uni ;
- de la rémunération nette d'IS versée au titre des TSDI, aux taux communiqués par la Société ;
- de la rémunération du capital excédentaire (nette d'IS), aux taux communiqués par la Société.

L'application de ces multiples fait apparaître une valeur par action comprise entre :

- 8,1 euros sur la base de multiples de P/E ;
- 11,9 euros et 12,5 euros sur la base de multiples de P/BV.

Les valeurs obtenues par application des multiples de P/BV sont plus élevées, mais doivent être relativisées compte tenu du plus faible retour sur fonds propres de Boursorama par rapport à ses comparables, même après retraitement du capital excédentaire.

4.4 Synthèse de l'évaluation de Boursorama

Les différentes méthodes mises en œuvre conduisent à des valeurs de l'action Boursorama présentées dans le tableau ci-dessous avec indication des primes et décotes extériorisées par le prix de 12 euros offert dans le cadre de l'Offre.

Rapport de l'expert indépendant

Synthèse de nos travaux d'évaluation du titre Boursorama (€/action)

		Valorisation en € / action (1)	Prime/décote induite du prix d'Offre vs valorisation (%)	
			Min	Max
<u>Méthodes retenues à titre principal</u>	Actualisation des dividendes	9,5 €  11,1 €	26,5%	8,0%
<u>Méthodes retenues à titre secondaire</u>	Cours de bourse			
	Spot	 9,83 €	22,1%	
	Moyen pondéré 1 mois - 6 mois	8,4 €  9,7 €	42,3%	23,6%
	Sociétés cotées comparables	8,1 €  12,5 €	49,0%	-4,3%

(1) Sur la base d'un nombre dilué d'actions selon la méthode "fully diluted", hors autodétention de 86 330 321 actions

5. Analyse des éléments d'appréciation des conditions de l'Offre présentés dans le projet de note d'information

Les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre présentés par la Banque présentatrice SGCIB, sont fondés sur une évaluation multicritère de la Société.

5.1 Présentation des méthodes écartées

L'établissement présentateur a écarté les méthodes suivantes : Actif Net Réévalué et méthode des transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence sur ce point.

5.2 Présentation des méthodes retenues

L'établissement présentateur a retenu les méthodes suivantes :

- Actualisation des flux de dividendes,
- Référence au cours de bourse,
- Objectifs de cours des analystes,
- Méthode des comparables boursiers.

L'Actif Net Comptable est par ailleurs présenté à titre indicatif.

Nous n'avons pas de divergence sur les méthodes retenues. Nous n'avons cependant retenu la référence au cours de bourse et aux comparables boursiers qu'à titre secondaire, et ne présentons les objectifs de cours des analystes qu'à titre d'information.

5.21 Données financières

Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par l'établissement présentateur est déterminé selon la *Treasury Method*. Il s'élève à 85 857 198 actions, y compris les actions nouvelles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en cas d'exercice des options octroyées par Boursorama et à l'exclusion des actions auto détenues.

Nous avons retenu une approche *fully-diluted* conduisant à retenir un nombre de 86 330 321 actions.

Cet écart méthodologique n'a pas d'incidence significative sur la valeur.

5.22 Méthode des dividendes théoriques actualisés

Prévisions retenues

L'établissement présentateur a construit son plan d'affaires sur la base :

- des projections du management de Boursorama, dans le cadre de son processus budgétaire annuel établi à fin 2013, pour la période 2014-2016
- d'une prolongation jusqu'en 2020 établie à partir de grandes hypothèses discutées avec le management
- d'une phase d'atterrissage de deux ans sur la période 2021 - 2022, pour faire tendre la croissance de l'activité vers 2,5 %

La croissance moyenne annuelle du PNB consolidé retenue sur la période d'extrapolation 2017 - 2020 s'établit à 7,8 % (contre 9,2 % dans nos travaux). Le coefficient d'exploitation consolidé tend vers 64 % en 2020 (contre 62 % en 2020 et 60 % en normatif dans nos travaux).

Nous retenons par ailleurs une phase d'atterrissage de la croissance du PNB de quatre ans.

Contraintes règlementaires retenues

Dans le cadre de la construction de son modèle DDM, la banque présentatrice envisage deux hypothèses de contraintes prudentielles liées au ratio Core Tier 1 (Bâle 2) :

- Un ratio de 16 % correspondant au minimum des ratios publiés par les cinq banques en ligne comparables au troisième trimestre 2013 ; et

Rapport de l'expert indépendant

- Un ratio de 10 % correspondant au niveau de CET 1 récemment publié par les trois banques françaises cotées

Pour notre part, la construction de notre modèle DDM appréhende simultanément les exigences suivantes :

- un ratio Tier 1, identique au ratio CET1, compris entre 8,5 % (minimum réglementaire) et 11,5 % (attentes de marché) ;
- un ratio Total Capital de 10,5 % (minimum réglementaire) ;
- un ratio de levier entre 3 % (minimum réglementaire) et 4 % (attentes de marché).

Taux d'actualisation

L'établissement présentateur retient un coût des fonds propres de 9 % qui se décompose en :

- un taux sans risque de 2,32 % correspondant au rendement moyen du TEC 10 ans pendant les six mois précédant le 17 mars 2014
- une prime de risque de 4,55 %, correspondant à la moyenne d'octobre 2013 à mars 2014 de la prime de risque de marché France déterminée de manière indépendante par SG Cross Asset Research
- un bêta de 1,46 correspondant à celui d'un indice constitué à 50 % des principales banques françaises cotées (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole) et 50 % des principales banques en ligne européennes (Comdirect, Binckbank, Nordnet, Swissquote, and DAB Bank / Source : Thomson Reuters)

Nous avons fondé nos travaux sur un coût des fonds propres de 8,6 % reposant sur les données Associés en Finance au 31 mars 2014 et le bêta prospectif médian de l'échantillon de sociétés comparables.

Résultats

Sur la base de ces éléments, la valeur de Boursorama ressort dans une fourchette comprise entre 7,9 euros et 11,1 euros par action dans le projet de note d'information.

La valeur résultant de nos travaux ressort dans une fourchette comprise entre 9,5 euros et 11,1 euros par action.

5.23 Référence au cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes

Ces références n'appellent pas de commentaire de notre part, étant rappelé que nous les avons retenues à titre secondaire ou à titre d'information s'agissant des objectifs de cours.

Rapport de l'expert indépendant

Les légères différences observées sur les cours historiques tiennent à l'utilisation de bases de données différentes.

5.24 Méthode des comparables boursiers

La banque présentatrice a retenu un échantillon composé de cinq banques en ligne (ComDirect, BinckBank, NordNet, Swissquote et DAB Bank) et des trois banques universelles françaises cotées (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole).

Dans notre approche par les comparables boursiers, à titre secondaire, nous avons retenu le seul échantillon de banques en ligne.

L'établissement présentateur retient les multiples de résultat net (« P/E ») 2014 et 2015 et de fonds propres (« P/BV ») 2014 et 2015, ajustés et non ajustés pour ces derniers.

Nous retenons les mêmes multiples (avec une méthodologie différente pour le calcul des multiples ajustés) et avons ajouté les multiples de P/E ajustés 2014 et 2015, appliqués à des agrégats retraités des pertes de la filiale anglaise.

La banque obtient des valeurs comprises entre 3,9 euros et 10,2 euros par action. Nos travaux conduisent à des valeurs comprises entre 8,1 euros et 12,5 euros par action.

6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre fait apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes que nous avons jugées pertinentes.

Synthèse de nos travaux d'évaluation du titre Boursorama (€/action)

	Valorisation en € / action (1)	Prime/décote induite du prix d'Offre vs. valorisation (%)		Etablissement présentateur (€/action) (2)
		Min	Max	
Méthodes retenues à titre principal				
Actualisation des dividendes	9,5 € ■ 11,1 €	26,5%	8,0%	7,9 € ■ 11,1 €
Méthodes retenues à titre secondaire				
Cours de bourse				
Spot	9,83 €	22,1%		9,8 €
Moyen pondéré 1 mois - 6 mois	8,4 € ■ 9,7 €	42,3%	23,6%	8,4 € ■ 9,6 €
Sociétés cotées comparables	8,1 € ■ 12,5 €	49,0%	-4,3%	3,9 € ■ 10,2 €

(1) Sur la base d'un nombre dilué d'actions selon la méthode "fully diluted", hors autodétention de 86 330 321 actions

(2) Sur la base d'un nombre dilué d'actions selon la "Treasury method", hors autodétention, soit 85 857 198 actions

Ces primes sont calculées par rapport à la valeur de l'action Boursorama avant opération (« *stand alone* »), c'est-à-dire sans prise en compte de l'incidence éventuelle des synergies pouvant découler de l'opération.

Rapport de l'expert indépendant

Le management de Société Générale nous a indiqué par lettre d'affirmation qu'il n'anticipait pas de synergies significatives (en termes de coûts ou de revenus) liées à l'opération.

6.2 Attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

Société Générale a déposé le 18 mars 2014 un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les titres de la Société, en application de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF.

Notre rapport est établi conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de Boursorama, ainsi que dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire qui interviendrait à l'issue de l'Offre si les actionnaires minoritaires de Boursorama ne détenaient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Le prix proposé aux actionnaires de Boursorama s'établit à 12 euros par action.

Rapport de l'expert indépendant

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix proposé :

- présente une prime de 17,3 % par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode des dividendes futurs actualisés sur la base du plan d'affaires établi par le management de la Société, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- fait apparaître une prime de 22,1 % par rapport au cours spot avant annonce de l'opération, et des niveaux de prime compris entre 24 % et 42 % par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur des périodes comprises entre 1 mois et 6 mois. Nous notons que depuis l'annonce de l'opération, le cours de Boursorama s'est maintenu à un niveau légèrement supérieur au prix offert, et ce dans des volumes de transactions non négligeables ;
- présente une prime de 16,6 % par rapport à la moyenne des approches de valorisation par les multiples des sociétés comparables, étant observé que le prix proposé présente une décote par rapport au haut de fourchette de cette méthode.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de la présente Offre publique est équitable au point de vue financier pour les actionnaires de la société Boursorama.

Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui interviendrait à l'issue de la présente Offre si les actionnaires minoritaires de Boursorama ne détenaient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Paris, le 14 avril 2014

Alban Eyssette

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES**ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE**

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

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

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

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

ANNEXE 2 : MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES DEPUIS LE 1ER JANVIER 2012

Depuis le 1^{er} janvier 2012, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Acquéreur	Banques présentatrices	Type d'offre
janv.-14	Orège	Eren	Société Générale, Invest Securities	OPAS
sept.-13	Osiatis	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neuflize OBC (groupe ABN)	OPRA
févr.-13	Supra	Supra Holding	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
févr.-13	Aérowatt	JMB Energie	Palatine	OPAS
oct.-12	CFAO	Toyota Tsusho Corporation	Rothschild & Cie Banque, CA CIB	OPA
sept.-12	LaCie	Seagate Singapore International Headquarters Pte. Ltd	Morgan Stanley	OPAS
mai-12	Foncière Masséna	Masséna Property	CM CIC Securities	OPR-RO
mai-12	ActivIdentity Europe	ActivIdentity Corporation	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
janv.-12	Infovista	Project Metro Acquico SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Garnier & Co	OPAS
janv.-12	Société Vermandoise de Sucreries / Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Champenoise de Gestion / Cristal Union et Vermandoise de Sucreries	CA CIB	OPAS

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

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

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

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 140 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

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

Identification des risques et orientation de la mission

Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- prise de connaissance des notes d'analyse sur le secteur, la société et ses comparables

Appréciation du contexte de l'Offre :

- compréhension du contexte de l'opération
- échanges avec les membres indépendants du Conseil d'administration de la Société
- échanges avec l'Initiateur

Analyse du Pacte d'actionnaires en date du 14 mars 2014

Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de Boursorama

Analyse du cours de bourse de la Société:

- analyse du flottant et de la liquidité
 - analyse de l'évolution du cours
-

Rapport de l'expert indépendant

Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de dividendes théoriques prévisionnels :

- analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société
 - extrapolation du plan d'affaires sur la base des indications du management
 - travaux d'évaluation
 - analyses de sensibilité
-

Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- comparables boursiers
 - recherche de transactions comparables
-

Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société

Analyse du projet de note d'information et du rapport d'évaluation de la banque présentatrice

Note de synthèse

Revue indépendante

Rédaction du rapport

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Boursorama : 20 mars 2014
- Réunion de présentation de l'opération : 21 mars 2014
- Réunion avec l'établissement présentateur : 24 mars 2014
- Réunions avec le management de Boursorama : 26, 27 et 28 mars 2014
- Réunion avec les membres indépendants du Conseil d'administration de Boursorama : 2 avril 2014
- Remise d'un pré-rapport : 10 avril 2014
- Remise du rapport définitif : 14 avril 2014

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Boursorama

- Marie Cheval, PDG
- Patrick Sommelet, DG adjoint
- Jean-Philippe Lavenir, Directeur financier
- Benoit Grisoni, Directeur de Boursorama Banque
- Alex Buffet, DG de Selftrade
- Alberto Navarro, DG de Selfbank
- Ralf Oetting, DG de OnVista
- Thomas Genouel, ALM

Rapport de l'expert indépendant

Membres indépendants du Conseil d'administration de Boursorama

- M. Henri Cukierman
- Mme P. Friedmann (par conférence téléphonique)
- M. Alain Taravella

Banque présentatrice

- Alexandre Saada, Managing Director
- William Kuoh Moukouri, associate

Initiateur

- William Kadouch–Chassaing, Chief Strategy Officer, Deputy CFO
- François–Gilles de Sédouy, Group Strategy
- Barthélémy Vial, Group Strategy

Avocat conseil de l'initiateur – Herbert Smith Freehills

- Frédéric Grillier, Partner

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par Boursorama et ses conseils :
 - Présentation de la Société ;
 - Business plan ;
 - Documents juridiques ;
 - Projet de note en réponse relative à l'Offre de Société Générale ;
- Informations significatives communiquées par les conseils de l'Initiateur :
 - Pacte d'actionnaires ;
 - Projet de note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre ;
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport d'évaluation ;
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, Associée Gérante, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables et vice-présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) ;
- Alban Eyssette, Associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris Dauphine (DESS de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier et directeur de la recherche-actions, est présent chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 2008. Il est administrateur de la Société Française des analystes financiers (SFAF) ;
- Francis Roy, Senior Manager, diplômé d'Audencia Nantes Ecole de Management, il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en 2009 après avoir débuté sa carrière chez KPMG (Paris puis Sydney) en tant qu'auditeur financier spécialisé dans le secteur des services financiers (banque et immobilier). Il intervient aujourd'hui sur des missions d'accompagnement stratégique, de Fusions-Acquisitions, d'évaluation et d'attestation d'équité notamment auprès des institutions financières ;
- Damien Le Berre, Manager, diplômé de l'ESSEC et d'une maîtrise de Droit des Affaires (Université Paris 1 Panthéon - Sorbonne), il a intégré Ricol Lasteyrie Corporate Finance en avril 2010 après plusieurs expériences acquises en Fusions & Acquisitions. Au sein des équipes Ricol Lasteyrie, il participe notamment à des missions de valorisation d'entreprises et d'attestation d'équité et, tout particulièrement, dans le secteur Banques & Assurances ;

Rapport de l'expert indépendant

- Melissa de Jaham, Senior Analyste, diplômée de l'ESCP-EAP, elle a intégré Ricol Lasteyrie Corporate Finance en Juillet 2012 après avoir débuté sa carrière en Financements Structurés au sein des départements Corporate Acquisition Finance à Paris puis à Londres chez BNPP CIB. Au sein de Ricol Lasteyrie, elle participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier ;
- Jean-François Clément, Analyste, diplômé d'ESCP Europe (Master in Management in Corporate Finance), il s'est spécialisé sur le secteur banque assurance après plusieurs expériences dans les départements de Fusions & Acquisitions au sein d'UBS et Credit Suisse et une expérience en tant qu'auditeur bancaire chez KPMG. Il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en Septembre 2013 en qualité d'analyste, où il participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier sur le secteur Banques & Assurances.

La revue indépendante a été effectuée par Jean-François Sablier (Associé Gérant) ainsi que par un comité d'attestation composé de plusieurs Associés Gérants.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

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

Boursorama n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

A l'exception du Pacte visé ci-dessus, Boursorama n'a par ailleurs connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6. ELEMENTS CONCERNANT BOURSORAMA SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

Au 9 avril 2014, le capital social de Boursorama s'élevait à 35.399.231,20 euros (il est précisé que ce montant de capital social intègre les 441.346 actions nouvelles résultant de la levée d'options de souscription intervenue depuis le 1^{er} janvier 2014, les statuts de la Société n'ayant pas encore été modifiés à ce jour pour refléter cette modification), divisé en 88.498.078 actions ordinaires de 0,40 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théorique s'établissait à 88.498.078 (dont 2.674.236 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de Boursorama et selon les dernières informations sur les franchissements de seuil communiquées et les déclarations d'opérations en période d'offre, au 9 avril 2014, le capital de Boursorama était réparti comme indiqué à la section 2 ci-dessus.

Le nombre total d'actions propres détenues par Boursorama au 9 avril 2014 s'élève à 2.674.236 et se décompose comme suit :

- 2.598.252 actions affectées au programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale du 17 mai 2013 (étant précisé qu'il sera proposé aux actionnaires de Boursorama lors de l'assemblée générale prévue pour se tenir le 16 mai 2014 d'autoriser le conseil d'administration à mettre en place un nouveau programme de rachat d'actions) ;
- 75.984 affectées au contrat de liquidité signé le 18 juillet 2011 entre Boursorama et Gilbert Dupont SNC (étant précisé que les dispositions de ce contrat sont actuellement suspendues).

Il est par ailleurs précisé que :

- les salariés de Boursorama ne détiennent pas de droits de vote au titre d'une gestion collective (PEE ou FCPE) ; ils bénéficient du plan mondial d'épargne salariale du Groupe Société Générale ;
- aucune personne non membre d'un organe d'administration ou de direction ne détient directement ou indirectement, un pourcentage du capital social ou des droits de vote de l'émetteur qui doit être notifié en vertu de la législation applicable ;
- les principaux actionnaires ne disposent pas de droits de vote différents ;
- les actions de la Société sont libres de tous nantisements, privilèges, garanties ou sûreté ;

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- il n'existe aucun autre titre non représentatif du capital.

6.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Boursorama ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de Boursorama, au 9 avril 2014, le capital social de Boursorama était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 2 ci-dessus. Hormis les actionnaires mentionnés au paragraphe précédent, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 5% du capital et des droits de vote de Boursorama ne s'est fait connaître auprès de Boursorama, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital de Boursorama dont cette dernière aurait eu connaissance.

6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

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

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et il n'existe pas de restrictions statutaires aux transferts d'actions.

6.3.2 Accords entre actionnaires dont Boursorama a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

L'Initiateur, Hodefi et CaixaBank ont conclu le 17 mars 2014 un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert au sens de l'article L. 233-10 I du Code de commerce, afin de régir leur relation au sein de la Société. Ce Pacte annule et remplace le pacte d'actionnaires conclu en 2006 entre Société Générale et Hodefi.

Le Pacte prévoit notamment des restrictions relatives aux transferts des actions Boursorama détenues par les parties au Pacte ainsi que des restrictions à l'exercice de leurs droits de vote.

Ce Pacte est plus amplement décrit à la section 1.3.1 du Projet de Note d'Information (voir également avis AMF D&C 214C0453 du 25 mars 2014).

6.3.3 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de Boursorama (article L. 233-11 du Code de commerce)

A l'exception de ce qui est indiqué dans le paragraphe qui précède relativement au Pacte, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Boursorama et portant sur au moins 0,5 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Boursorama en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

Néant.

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

Les salariés de Boursorama ne détiennent pas de droits de vote au titre d'une gestion collective (PEE ou FCPE) ; ils bénéficient du plan mondial d'épargne salariale du Groupe Société Générale.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Boursorama

6.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Boursorama est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

La durée des fonctions d'un administrateur est de 6 années maximum.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales ordinaires, par suite de décès ou démission, le conseil d'administration peut procéder à une ou des nominations à titre provisoire.

Les nominations d'administrateurs faites par le conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, la nomination des administrateurs en cause est annulée, mais les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

S'il ne reste plus qu'un seul ou que deux administrateurs en fonction, celui-ci ou ceux-ci, ou, à défaut, le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à l'effet de compléter le conseil.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

6.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un échange ou d'un regroupement d'actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, un quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Si l'assemblée générale extraordinaire statue sur une proposition d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, les conditions de quorum et de majorité sont exceptionnellement celles prévues pour les assemblées générales ordinaires.

Sous réserve des dispositions légales particulières, elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.7 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration peut disposer de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres.

A l'exception du programme de rachat d'actions visé à la section 6.1 du présent projet de note en réponse, il n'existe aucune délégation en cours de validité.

6.8 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par Boursorama

Néant.

6.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de Boursorama et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

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

Marie Cheval, Présidente - Directrice Générale