

PROJET DE NOTE PRESENTE PAR LA SOCIETE



CONSEILLE PAR



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET OBLIGATIONS A OPTION DE CONVERSION ET/OU D'ECHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES (OCEANES) DE BULL INITIE PAR



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 16 juin 2014, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1, I 2° et 5° du règlement général de l'AMF, le rapport de Ledouble SAS, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bull (www.bull.fr) et est mise gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais auprès de Bull, Rue Jean-Jaurès, 78340 Les Clayes-sous-Bois.

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 Bull seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	Description de l'offre	4
1.2	Contexte et principaux termes de l'offre	5
1.2.1	<i>Motifs de l'Offre</i>	<i>5</i>
1.2.2	<i>Condition de l'Offre – Seuil de réussite.....</i>	<i>6</i>
1.2.3	<i>Ajustement des termes de l'Offre</i>	<i>6</i>
1.2.4	<i>Situation des porteurs d'OCEANes</i>	<i>7</i>
1.2.5	<i>Situation des titulaires d'Options et d'Actions Gratuites</i>	<i>7</i>
	<i>Situation des titulaires d'Options</i>	<i>7</i>
	<i>Situation des titulaires d'Actions Gratuites</i>	<i>8</i>
1.2.6	<i>Calendrier indicatif de l'Offre</i>	<i>9</i>
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	10
3.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE	12
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTOCONTROLE	13
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	13
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	100
7.1	Accord	100
7.2	Accords conclus avec certains actionnaires de la Société	100
7.3	Mécanisme de liquidité offert aux titulaires d'Options et aux attributaires d'Actions Gratuites	101
7.4	Autres accords	102
8.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	102
8.1	Structure et répartition du capital	102
8.2	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société	102
8.3	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de votes et au transfert de Titres et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts de Titres	103
8.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	103
8.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ces derniers.....	103
8.6	Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert de Titres et à l'exercice des droits de vote	104
8.7	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	104
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	105
8.8.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs</i>	<i>105</i>
8.8.2	<i>Règles applicables à la modification des statuts</i>	<i>105</i>
8.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	105
8.9.1	<i>Délégations et autorisations financières accordées par l'assemblée générale des actionnaires</i>	<i>105</i>

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

8.9.2	<i>Plans d'actions gratuites et d'options octroyés par la Société</i>	106
8.10	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou s'ils sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	107
9.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	109
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	109

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Atos SE, société européenne au capital de 99.526.740 euros, dont le siège social est sis 80 Quai Voltaire River Ouest 95870 Bezons, identifiée sous le numéro 323 623 603 RCS Pontoise (« **Atos** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Bull ainsi qu'aux porteurs des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les « **OCEANES** ») émises par la société Bull SA, société anonyme au capital de 12.223.439,70 euros, dont le siège social est sis rue Jean Jaurès 78340 Les Clayes-sous-Bois, France, identifiée sous le numéro 542 046 065 RCS Versailles (« **Bull** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- la totalité de leurs actions Bull au prix de 4,90 euros par action ;
- la totalité de leurs OCEANES au prix de 5,55 euros par OCEANE (coupon attaché).

Les actions Bull et les OCEANES (ensemble les « **Titres** ») sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») respectivement sous le code FR0010266601 (mnémonique « **BULL** ») et sous le code FR0000181034 (mnémonique « **YBU** »).

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre porte sur :

- la totalité des actions Bull à la date de dépôt du projet d'Offre,
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises et ne seront plus soumises à un engagement d'incessibilité au titre d'un plan d'attribution d'Actions Gratuites (telles que définies ci-après) à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe [2.13] du projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 6 juin 2014, ci-après le « **Projet de Note d'Information** »), soit à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 122.052.397 actions Bull, représentant au [4] juin 2014 99,85 % du capital et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 122.234.397 actions et de 122.234.397 droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, ou
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison (a) de la conversion des OCEANES, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), un maximum de 5.862 actions Bull nouvelles ou (b) de l'exercice des Options (telles que définies ci-après) pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 194.000 actions Bull nouvelles ;

soit, à la connaissance de la Société¹, un nombre maximal d'actions Bull visées par l'Offre égal à 122.252.259.

- la totalité des OCEANES en circulation qui sont, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse au nombre de 58.629.

¹ Au 4 juin 2014

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

A la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument ou droit de la Société susceptible de donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société à l'exception des Actions Gratuites et des Options telles que définies ci-dessous.

La Société a procédé à l'attribution d'actions gratuites (les « **Actions Gratuites** ») et d'options de souscription d'actions (les « **Options** ») dont les principales caractéristiques sont décrites au paragraphe 8.9.2 du Projet de Note en Réponse.

Il est précisé que :

- l'Offre ne porte pas sur les actions nouvelles sous-jacentes aux Options qui ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, 5.947.500² actions Bull;
- l'Offre ne porte pas sur les Actions Gratuites non encore définitivement attribuées ou définitivement attribuées mais dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, soit à la connaissance de la Société, 1.636.000³ Actions Gratuites.

Les termes et modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information qui est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org). Le Projet de Note d'Information peut être obtenue sans frais auprès de Atos, 80 Quai Voltaire River Ouest, 95870 Bezons et Rothschild & Cie Banque, 29 avenue de Messine, 75008 Paris.

1.2 Contexte et principaux termes de l'offre

1.2.1 Motifs de l'Offre

L'Initiateur a rappelé que l'Offre a été présentée volontairement et à titre amical.

Il indique dans son Projet de Note d'Information ce qui suit :

- Réuni dans le but d'évaluer l'intérêt stratégique et les modalités de l'opération, le conseil d'administration d'Atos qui s'est tenu le 23 mai 2014 a constaté le potentiel industriel de ce projet et la complémentarité des deux groupes eu égard notamment à leur positionnement géographique et à leur stratégie de développement. Il a indiqué que la transaction permettrait de développer les offres d'Atos dans des domaines clés tels que le Cloud, le Big Data et la cyber sécurité et renforcerait sa position non seulement en France, mais également dans des géographies telles que l'Espagne, la Pologne, l'Afrique et le Brésil, donnant naissance à un acteur majeur du Cloud en Europe et à l'un des principaux leaders dans la cyber sécurité, qui restera attentif aux spécificités des secteurs sensibles dans lesquels Bull évolue.

- L'Offre permettra aux actionnaires de Bull de recevoir, en contrepartie de leurs titres, une liquidité immédiate à un prix attractif au regard notamment du cours de bourse de Bull sur ces dernières années. Le prix proposé dans le cadre de l'Offre de 4,90 euros par action représente une prime de 30% par rapport à la moyenne du cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions,

² Cela inclut les 2.030.000 Options attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

³ Cela inclut les 1.115.000 Actions Gratuites attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

pendant les 3 mois précédant l'annonce.

Le Conseil d'administration de Bull qui s'est tenu le 25 mai 2014 a autorisé, à l'unanimité, la conclusion d'un accord précisant les modalités de rapprochement de Atos et Bull et notamment les conditions dans lesquelles serait effectuée l'Offre (l'« **Accord** »). Les principales stipulations de l'Accord sont résumées à la section 7.1 ci-après.

A la suite de la signature de l'Accord le 25 mai 2014, Atos et Bull ont publié le 26 mai 2014 un communiqué de presse conjoint (disponible sur le site internet de Bull (www.bull.com), aux termes duquel Atos et Bull ont notamment fait savoir que le Conseil d'administration de Bull, à l'unanimité, avait accueilli favorablement le projet d'Offre.

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Rothschild & Cie Banque, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 6 juin 2014 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat, étant précisé que Rothschild & Cie Banque garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2.2 Condition de l'Offre – Seuil de réussite

Faisant application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur soumet son Offre à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'actions Bull et d'OCEANES tel que l'Initiateur détienne 50% du capital et des droits de vote de la Société plus une action, sur une base diluée de Bull (le « **Seuil de Réussite** »), ce seuil étant calculé de la manière suivante :

- a) au numérateur, (i) toutes les actions Bull valablement apportées à l'Offre au jour de clôture de l'Offre et (ii) toutes les actions Bull susceptibles d'être émises du fait de la conversion des OCEANES valablement apportées à l'Offre au jour de clôture de l'Offre ;
- b) au dénominateur toutes les actions émises par la Société au jour de clôture de l'Offre, (i) incluant les actions susceptibles d'être émises par conversion des OCEANES ou par exercice des Options exerçables avant le jour de clôture de l'Offre, et (ii) excluant (x) les Actions Gratuites émises par la Société incessibles avant le jour de clôture de l'Offre aux termes des plans applicables et les actions auto détenues par Bull, (y) les actions susceptibles d'être émises par exercice des Options exerçables uniquement après la clôture de l'Offre et (z) les Actions Gratuites susceptibles d'être émises au titre du plan d'attribution d'actions gratuites en date du 24 juillet 2013.

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

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

1.2.3 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date de dépôt de l'Offre (incluse) et le jour de la date du règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (incluse), Bull procéderait à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de paiement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire ou titulaire d'OCEANES pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, (selon le cas) le prix offert par action et le prix offert par OCEANE seraient ajustés en conséquence pour tenir compte de cette Distribution.

Pour les besoins du présent paragraphe 1.2.3, une Distribution signifie le montant par action de toute

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves, ou de primes faite par Bull après la date de dépôt de l'Offre ou de tout amortissement ou toute réduction par Bull de son capital pour un prix par action supérieur au prix de l'Offre, décidé après le 24 mai 2014 et dont le bénéfice requiert d'être actionnaire à une date antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte.

De même, dans l'éventualité où le coupon des OCEANES serait détaché ou les modalités des OCEANES modifiées avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, (selon le cas), le prix de l'OCEANE serait ajusté.

Tout ajustement du prix par action et par OCEANE sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

1.2.4 Situation des porteurs d'OCEANES

Le 3 mai 2000, Bull a procédé à l'émission de 11.495.396 OCEANES à échéance au 1er janvier 2033. Les modalités des OCEANES figurent dans la note d'opération, faisant partie du prospectus visé par la Commission des Opérations de Bourse sous le n°00-700 le 4 mai 2000, établi lors de l'émission initiale des OCEANES et complété par un communiqué diffusé par la Société le 31 janvier 2005 portant modifications du contrat d'émission initial suite à l'approbation par la Commission Européenne de l'aide à la restructuration accordée par l'Etat français, fixant les modalités financières définitives des OCEANES. Les OCEANES, d'une valeur nominale unitaire de 15,75 euros portant intérêt au taux annuel de 0,1% et d'échéance au 1er janvier 2033, sont convertibles à tout moment par la remise d'une action nouvelle ou existante pour 10 OCEANES, sous réserve des ajustements prévus par le prospectus et dans les conditions qui y sont prévues. A la date du présent Projet de Note en Réponse, 58.629 OCEANES sont en circulation.

Les porteurs d'OCEANES qui le souhaitent peuvent apporter leurs OCEANES à l'Offre, selon les modalités prévues aux paragraphes ci-dessus.

1.2.5 Situation des titulaires d'Options et d'Actions Gratuites

Les titulaires d'Options et d'Actions Gratuites se verront proposer par l'Initiateur, sous certaines conditions, un mécanisme de liquidité (voir section 1.3.3. du Projet de Note en Réponse).

Situation des titulaires d'Options

La Société a procédé à l'attribution d'options de souscription d'actions dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 197 du document de référence 2013 de la Société déposé le 14 mars 2014 (disponible sur le site internet de la Société (www.bull.com)), étant précisé qu'un plan d'options supplémentaire a été décidé le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014.

Les bénéficiaires d'Options désirant apporter à l'Offre les actions Bull auxquelles ces Options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour que les actions issues de l'exercice de ces Options puissent être apportées à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre, ou à l'Offre Réouverte au plus tard le jour de l'Offre Réouverte le cas échéant.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, 5.947.500⁴ Options sont en vigueur, parmi lesquelles 194.000 Options sont exerçables et les actions qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles.

⁴ Cela inclut les 2.030.000 Options attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Situation des titulaires d'Actions Gratuites

La Société a procédé à l'attribution d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 198 du document de référence 2013 de la Société déposé le 14 mars 2014 (disponible sur le site internet de la Société (www.bull.com)), étant précisé qu'un plan d'actions gratuites supplémentaire a été décidé le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, 2.114.000⁵ Actions Gratuites sont attribuées, parmi lesquelles 660.000 Actions Gratuites sont définitivement acquises et actuellement incessibles, étant précisé que 478.000 Actions Gratuites deviendront cessibles le 29 juillet 2014.

⁵ Cela inclut les 1.115.000 Actions gratuites attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

1.2.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre. Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

6 juin 2014	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur ; mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information de l'Initiateur Diffusion d'un communiqué informant de la mise à disposition de ces informations
24 juin 2014	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visas de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société
26 juin 2014	Diffusion de la note d'information et de la note en réponse par mise en ligne sur le site des sociétés concernées et publication dans la presse financière d'un avis de mise à disposition (art. 231-27) Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de ces informations Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF des documents "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la Société Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de ces informations
27 juin 2014	Ouverture de l'Offre
31 juillet 2014	Clôture de l'Offre
13 août 2014	Publication par l'AMF de l'avis de résultat définitif de l'Offre
18 août 2014	Règlement-livraison de l'Offre avec Euronext Paris
27 août 2014	Réouverture de l'Offre en cas de succès de l'Offre pendant 10 jours de négociations ou, le cas échéant, mise en œuvre du retrait obligatoire
9 septembre 2014	Clôture de l'Offre Réouverte
22 septembre 2014	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte
26 septembre 2014	Règlement-livraison de l'Offre Réouverte
30 septembre 2014	Mise en œuvre du retrait obligatoire le cas échéant

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 14 juin 2014 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres étaient présents.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

« Conformément aux stipulations de l'accord relatif à l'offre publique (ci-après l'« **Accord** ») conclu entre Atos (l'« **Initiateur** ») et la Société le 24 mai 2014, Rothschild & Cie Banque, agissant pour le compte d'Atos, a déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, le 6 juin 2014, un projet d'offre publique d'achat volontaire portant sur la totalité des actions Bull au prix de 4,90 euros par action et la totalité des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les « **OCEANes** ») au prix de 5,55 euros par OCEANE .

Crescendo Industries et Pothar Investment ont conclu des engagements d'apport portant sur la totalité de leur participation au même prix de 4,90 euros par action.

Depuis lors, Orange et BPI France ont fait savoir publiquement qu'ils avaient l'intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

Il est pris acte que trois membres du Conseil, à savoir Messieurs Philippe Vannier, Marc Hériard-Dubreuil et Crescendo Industries, représentée par Dominique Lesourd sont intéressés à l'Offre et à ce titre n'ont pas participé au vote du présent avis.

L'Offre est conditionnée à l'apport à l'Offre d'un nombre d'actions représentant au moins 50% du capital social plus une action.

Le Président rappelle que l'Offre intervient après l'annonce conjointe faite par la Société et Atos le 26 mai 2014 de l'intention d'Atos de déposer une offre publique visant l'acquisition des actions de la Société au début du mois de juin à un prix de 4,90 euros par action et 5,55 euros par OCEANE.

Le Conseil d'administration, réuni le 25 mai 2014, a, à l'unanimité, approuvé la conclusion de l'Accord dans la perspective du Projet d'Offre.

En outre, le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 25 mai 2014, décidé à l'unanimité de nommer le Cabinet Ledouble SAS en qualité d'expert indépendant (ci-après l'« **Expert Indépendant** ») pour cette mission, conformément à l'article 261-1. I, 2° et 5° du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, il est demandé au Conseil d'administration de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celles-ci pour Bull, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration a examiné ensuite les documents suivants :

- le Projet de Note d'Information d'Atos contenant notamment (i) les motifs et intentions de l'Initiateur et (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Rothschild & Cie Banque, banque présentatrice de l'Offre, qui figure à la section 3 du Projet de Note d'Information ;
- l'avis de dépôt de projet d'offre publique d'achat sur les titres de Bull qui a été publiée par l'AMF le 6 juin 2014 (D&I AMF n° 214 C1009) ;

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- le rapport de l'Expert Indépendant, le Cabinet Ledouble SAS, représenté par Monsieur Olivier CRETTE, qui conclut notamment au caractère équitable du prix de l'Offre ;
- le projet de note en réponse de la Société.

Le Conseil d'administration constate que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Après examen des documents et éléments susvisés, le Conseil d'administration a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par Atos dans son Projet de Note d'Information. Le Conseil d'administration a pris en considération notamment les éléments suivants :

- Atos envisage de rapprocher ses activités avec celles de la Société afin de créer un leader européen du *Cloud*, un leader dans le *Big Data* et la cyber-sécurité et renforcer la présence d'Atos en Europe où Bull réalise une part significative de son activité, ainsi qu'en Afrique et au Brésil qui constituent des axes de développement ;
- Atos a pour projet de créer une entité dédiée aux domaines à haute valeur ajoutée du Big Data et de la cyber-sécurité sous la marque Bull, l'objectif étant de faire bénéficier les activités existantes d'Atos de l'expertise unique de Bull dans les solutions de sécurité et les supercalculateurs (HPC).
- La connaissance des marchés verticaux d'Atos, sa large base de clients, ses capacités en intégration de systèmes, combinées à l'expertise de Bull dans les infrastructures HPC, permettront d'élargir l'offre de service d'Atos et d'augmenter la taille du segment HPC du groupe Atos ;
- Sur le marché fragmenté de la cyber-sécurité, la mise en commun des compétences de Bull et d'Atos créera un fournisseur de produits et services avec une taille différenciante ;
- Atos considère qu'un élément clé pour le succès de l'opération envisagée est de préserver et développer les talents ainsi que le savoir-faire de l'équipe managériale et des salariés de Bull. A ce titre, Atos ne procédera à aucun plan de sauvegarde de l'emploi en France, mais conduira un examen des ressources à sa disposition, issues de ses activités existantes, afin de s'assurer d'une implication des équipes dans la recherche de nouvelles perspectives commerciales ;
- le rapprochement entre Bull et Atos offrirait à l'équipe managériale et aux salariés de Bull de réelles perspectives d'évolution et de promotion ;
- le prix de l'Offre est de 4,90 euros par action Bull et fait ressortir une prime de 22% sur la base du dernier cours de clôture de l'action de 4,01 euros en date du 23 mai 2014 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'intention de déposer l'Offre). Cette prime est de 30% sur la base de la moyenne du cours de clôture de l'action Bull au cours des trois derniers mois précédant l'annonce du Projet d'Offre. Le prix de l'Offre est de 5,55 euros par OCEANE (coupon attaché) et fait ressortir une prime de 30% sur la base du dernier cours de cotation disponible des OCEANES de 4,27 euros avant l'annonce de l'intention de déposer l'Offre, soit le cours du 13 mai 2014 ;
- Si les conditions nécessaires à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ne sont pas réunies, Atos envisage de procéder à une fusion ou à d'autres opérations d'apport, selon des principes et des modalités encore à l'étude, dans un délai de 12 mois après sa prise de contrôle ;
- Dans le cadre de l'Offre aucun accord autre que ceux mentionnés dans la le Projet de Note d'Information n'a été conclu par Atos avec Bull et les actionnaires qui ont souscrit des engagements d'apport ;

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- aucun complément de prix ne sera versé aux actionnaires de Bull ni à ceux ayant souscrit des engagements d'apport, étant précisé que la convention de prestation de service prévue entre Atos et Crescendo industries est sans incidence sur l'appréciation de l'Offre, ainsi que le relève le rapport de l'Expert Indépendant ;
- l'attestation de l'Expert Indépendant, le Cabinet Ledouble SAS conclut au caractère équitable, pour les actionnaires de Bull, du prix de 4,90 euros par action Bull et 5,55 euros par OCEANE que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre et confirme que les conditions de l'Offre garantissent qu'il n'y a pas de rupture d'égalité de traitement entre les actionnaires et les porteurs d'OCEANES ; et
- le prix offert dans le cadre de l'Offre valorise la Société à un prix attractif et représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société et à des conditions jugées équitables, tout en permettant l'arrivée d'un partenaire industriel et économique qui accompagnera le développement futur de l'activité Bull.

Le Conseil d'administration prend acte que sa composition sera modifiée en cas de succès de l'Offre afin de refléter le nouvel actionnariat.

Le Conseil d'administration prend acte également que l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions et les OCEANES de la Société dans les trois mois de la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte dans l'hypothèse où les actions détenues par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Il s'engage un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments.

En conséquence, le Conseil d'administration, connaissance prise des termes de l'Offre et des éléments qui lui ont été présentés, des motifs et des intentions de l'Initiateur et des éléments de valorisation indiqués dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur et du rapport de l'Expert Indépendant, après en avoir délibéré, estime que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide d'approuver, à l'unanimité, le projet d'Offre tel que décrit dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, et de recommander aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES d'apporter leurs titres à l'Offre.

Par ailleurs, compte tenu de l'avis motivé du Conseil d'Administration, le Conseil d'administration décide d'apporter à l'Offre les 114.405 actions auto-détenues par la Société et de résilier le contrat de liquidité. »

3. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE

Le Comité Central d'Entreprise est informé de l'Offre dans le cadre de la réglementation applicable. A ce jour, aucune observation n'a été formulée.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Crescendo Industries représentée par Monsieur Dominique Lesourd, qui détenait au 25 mai 2014, 24.222.500 Actions de la Société est partie à un engagement d'apport décrit à la section 6.2 ci-après.

Orange a déjà fait part de son intention d'apporter ses 9.747.081 actions à l'Offre.

Les autres administrateurs ont indiqué, à l'unanimité, leur intention d'apporter à l'Offre les actions Bull qu'ils détiennent (sous réserve des actions qu'ils sont tenus de conserver en leur qualité d'administrateurs) ou viendraient à détenir à raison de l'exercice des options de souscription ou d'achat d'actions dont ils bénéficient (sous réserve des restrictions réglementaires, sociales et fiscales affectant l'apport de ces actions).

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTOCONTROLE

Les 114.405 actions Bull auto-détenues par Bull, qui représentent 0,09% de son propre capital, seront apportées à l'Offre, conformément à la délibération du Conseil d'administration de Bull du 14 juin 2014.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 2° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble SAS 15 rue d'Astorg 75008 Paris, a été désigné le 25 mai 2014 par le Conseil d'administration de Bull en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

La conclusion dudit rapport est reproduite ci-après.

*« A l'issue de nos travaux de valorisation du titre visé par l'Offre, nous retenons que le Prix d'Offre de **4,90€** :*

- extériorise une prime systématique sur l'ensemble des critères d'évaluation, en particulier le cours de bourse, quelle que soit la période de référence depuis 12 mois ;*
- restitue en DCF aux actionnaires la quote-part des synergies raisonnablement imputables à Bull ;*
- n'est pas affecté par les engagements d'apport à l'Offre de Crescendo Industries et Pothar Investments, ni par le contrat de prestations de services à conclure entre Crescendo Industries et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.*

*Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé de **4,90€** est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte.*

*A l'issue de nos travaux de valorisation de l'OCEANE également visé par l'Offre, nous retenons que le prix d'Offre de **5,55€** permet aux porteurs de renouer avec une liquidité sur l'OCEANE et ne crée pas de rupture d'égalité de traitement avec les porteurs d'actions, au vu de la prime offerte, en toute hypothèse, sur cet instrument».*

Le rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit ci-après.



BULL

Offre Publique d'Achat

--

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SA - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes – Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société anonyme au capital de 500 000 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat (« OPA » ou « Offre ») initiée par Atos SE (« Atos » ou « l'Initiateur ») sur les actions et les obligations à option de conversion et / ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (« OCEANE ») de la société Bull SA (« Bull » ou « la Cible » ou « la Société »), Ledouble SAS (« Ledouble ») a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration de Bull du 25 mai 2014, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires et porteurs d'OCEANE visés par l'OPA, du prix d'Offre de :

- 4,90 € par action Bull
- 5,55 € par OCEANE.

Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant

Compte tenu notamment de l'existence d'engagements d'apports à l'Offre et de la dualité des instruments visés par l'Offre (actions et OCEANE), la désignation de Ledouble entre dans le cadre de l'article 261-1 I 2° et 5°¹ du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006².

La présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I³ du Règlement Général de l'AMF.

¹ Extraits concernés de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;

[...]

5° « Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

[...] ».

² Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

³ Extrait de l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

Indépendance

Ledouble est indépendant de Bull et d'Atos, de Rothschild & Cie Banque (« **Rothschild** »), établissement présentateur de l'Offre, ainsi que de Paul Hastings et Weil, Gotshal & Manges, conseils juridiques respectivement de Bull et Atos, et de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **CACIB** »), conseil financier de Bull (les conseils juridiques de Bull et Atos et le conseil financier de Bull sont désignés ci-après « **les conseils** ») :

- la société Ledouble SAS n'a aucun lien juridique ou financier avec Bull⁴ et Atos ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du Règlement Général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes les plus récentes réalisées par Ledouble, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁵ ;
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur et les conseils⁶.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre telle que décrite ci-dessous (§ 1) et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, de son instruction d'application

⁴ Nous précisons à toutes fins utiles que Dominique Ledouble est intervenu conjointement avec un confrère dans le cadre d'une mission confiée par ordonnance du Président du Tribunal de commerce de Pontoise en date du 19 avril 2012, en application des dispositions de l'article L. 225-245-1 et de l'article L. 225-244 du Code de commerce, pour attester que, lors de la transformation d'Atos de Société Anonyme en Société Européenne, le montant d'actif net était au moins égal au montant du capital social augmenté des réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer.

⁵ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SAS ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

⁶ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006⁷. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la présente mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de Bull et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritères de Bull, ainsi qu'en une analyse de la prime induite par les prix d'Offre de 4,90 € par action et de 5,55 € par OCEANE sur les différents critères d'évaluation de ces deux instruments (les « **instruments** »).

Ces diligences ont comporté notamment :

- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants de Bull et d'Atos, de l'établissement présentateur et des conseils ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
 - des projets de note d'information de l'Initiateur et de note d'information en réponse de la Cible destinées à l'AMF ;
- l'exploitation des études de marché et sectorielles récentes dans le domaine d'activité de Bull ;
- l'examen de l'information publique et réglementée de Bull⁸ et d'Atos⁹;
- le recensement des faits ayant marqué la vie sociale de Bull au cours des deux derniers exercices clos (2012 et 2013) et de l'exercice en cours ;
- l'étude des conditions des transactions externes et internes à Bull antérieures à l'Offre et des multiples de valorisation qui en découlent ;
- l'exploitation des autres informations concernant Bull issues de nos propres bases de données, notamment des notes et consensus d'analystes, ainsi que des multiples boursiers et transactionnels ressortant d'un échantillon de

⁷ Recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ». Document créé le 28 septembre 2006, modifié le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁸ Consultable sur le site d'information de la Société à la rubrique dédiée aux investisseurs. [En ligne], <http://www.bull.fr/investisseurs/>

⁹ Consultable sur le site d'information de l'Initiateur à la rubrique dédiée aux investisseurs. [En ligne], <http://atos.net/fr-fr/accueil/investisseurs/info-reglementee-amf.html>

sociétés réputées comparables par leur activité et / ou leur modèle économique, présentées en **annexe 7** et en **annexe 8** ;

- l'intégration dans nos modèles de valorisation intrinsèque¹⁰ et analogique¹¹ des données prévisionnelles de 2014 à 2017 issues du plan de développement « One Bull » ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action et l'OCEANE ;
- la prise en compte des synergies et des dépenses y afférentes dans l'appréciation de l'équité des prix d'Offre suscités ;
- la revue des accords conclus dans le cadre de l'Offre¹² ;
- la revue des travaux de l'établissement présentateur et la confrontation avec nos propres travaux de son évaluation multicritères des deux instruments (action et OCEANE) visés par l'Offre.

Affirmations obtenues et limites de la mission

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Cible et de l'Initiateur, sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité des prix d'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions et des OCEANE visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix pouvant bénéficier à un actionnaire / porteur d'OCEANE ou à un groupe d'actionnaires / de porteurs d'OCEANE en particulier.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier les données budgétaires et prévisionnelles.

¹⁰ Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-Flow* (DCF).

¹¹ Application de multiples boursiers et transactionnels aux agrégats du plan de développement « One Bull ».

¹² Engagements d'apport à l'Offre de Crescendo Industries et Pothar Investments et convention de prestations de services à mettre en place au titre des fonctions de M. Philippe Vannier au sein du nouvel ensemble.

Les dirigeants de la Cible et de l'Initiateur nous ont confirmé l'absence d'accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite, régissant l'Offre autre que la documentation recensée dans les notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible.

Le présent rapport n'a pas valeur de recommandation à l'Offre.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- le dispositif de l'Offre (§ 1) ;
- l'activité et l'environnement de Bull (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action Bull (§ 3) ;
- notre évaluation multicritères de l'OCEANE (§ 4) ;
- notre analyse des accords conclus ou à conclure dans le cadre de l'Offre (§ 5) ;
- nos observations sur les éléments de valorisation de l'établissement présentateur (§ 6).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires et porteurs d'OCEANE visés par l'Offre (§ 7).

Conventions de présentation

Les montants ci-après sont exprimés en :

- euros (€ / devise) ;
- milliers d'euros (K€ / devise) ;
- millions d'euros (M€ / devise) ;
- milliards d'euros (Md€ / devise).

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1. Sociétés prenant part à l'Offre

1.1.1. Cible

Bull, dont les actions et OCEANE sont visées par l'OPA, est une Société Anonyme (SA) au capital de 12.223.440 €¹³, sise rue Jean Jaurès à Les Clayes-sous-Bois (78340), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles¹⁴.

La Société est dirigée par M. Philippe Vannier, Président du Conseil d'administration et Directeur général.

Les actions composant le capital de Bull, actuellement au nombre de 122.234.397, sont admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris compartiment B¹⁵ ; les OCEANE sont également cotées sur ce marché¹⁶.

Le Groupe dont Bull est la société faîtière compte un effectif de 9.300 personnes dans une cinquantaine de pays, tout en étant principalement implanté en Europe, et a réalisé en 2013 un chiffre d'affaires de près de 1,3 Md€ ; opérateur de confiance de la donnée en entreprise, il se positionne sur le *Cloud* et le *Big Data* en assurant l'intégration et la gestion de systèmes hautes performances et de solutions de sécurité complètes, et en mobilisant des ressources importantes en Recherche & Développement (R&D).

1.1.2. Initiateur

Atos est une Société Européenne (SE) au capital de 99.526.740 €, sise 80 Quai Voltaire River Ouest à Bezons (95870), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Pontoise¹⁷.

¹³ 122.234.397 actions (§ 1.3.1) * valeur nominale unitaire de l'action Bull : 0,10 € = capital social : 12.223.439,70 €.

¹⁴ Sous le numéro 542 046 065.

¹⁵ Sous le code FR0010266601 BULL.

¹⁶ Sous le code FR0000181034 YBU.

¹⁷ Sous le numéro 323 623 603.

Le Groupe dont Atos est la société faîtière compte un effectif de plus de 76.000 personnes dans une cinquantaine de pays, réparti à une échelle mondiale, et a réalisé en 2013 un chiffre d'affaires de 8,6 Md€ ; ses activités englobent des services de conseil et d'intégration de systèmes, d'infogérance et des services transactionnels *via* sa filiale Worldline¹⁸, acteur européen et mondial dans les services de paiement.

1.2. Objectifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

Scellant la future alliance entre Bull et Atos, l'Offre, qui a été rendue publique le 26 mai 2014, vise la création du leader européen du *Cloud*, d'un leader dans le *Big Data* et la cyber-sécurité, et renforcera la présence d'Atos en Europe, où Bull réalise une part significative de son activité (§ 2.1), ainsi qu'en Afrique et au Brésil, qui constituent des axes de développement.

Le potentiel synergétique de ce rapprochement est estimé par Atos, sous un délai de deux ans, à un montant annuel de 80 M€ comprenant :

- une accélération du plan de développement « One Bull » annoncé par Bull en janvier 2014, devant générer des économies évaluées à 30 M€ ;
- la réduction de coûts indirects dans les entités internationales du nouvel ensemble à concurrence de 30 M€ (efficience opérationnelle) ;
- des économies d'échelle dans les achats et dépenses immobilières à proportion de 20 M€.

Les coûts afférents à l'accélération de « One Bull » sont intégrés dans le plan de développement, à la différence des coûts d'implémentation des synergies se rapportant à l'efficience opérationnelle et aux économies d'échelle, estimés par Atos à 45 M€ sur une durée de deux ans. Le management de la Société considère ainsi être en mesure d'atteindre en *stand alone* les économies évaluées à 30 M€.

1.3. Géographie du capital et des droits de vote avant l'Offre

1.3.1. Nombre d'actions et de droits de vote

Par référence aux informations dispensées par la Société au 3 juin 2014, et en l'absence de droits de vote double, le nombre d'actions formant le capital et le nombre de droits de vote théoriques de Bull se répartissent comme suit au 31 mai 2014 :

¹⁸ Worldline fait actuellement l'objet d'une introduction en bourse.

Structure du capital et des droits de vote				
Au 31 mai 2014	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote
Crescendo Industries *	24 222 500	19,8%	24 222 500	19,8%
Pothar Investments SA *	5 325 873	4,4%	5 325 873	4,4%
Andromède**	326 433	0,3%	326 433	0,3%
Sous-total	29 874 806	24,4%	29 874 806	24,4%
Orange (ex France Télécom)	9 747 081	8,0%	9 747 081	8,0%
BPI Groupe (ex FSI)	3 903 038	3,2%	3 903 038	3,2%
Epargne Salariale	684 500	0,6%	684 500	0,6%
Autocontrôle***	114 405	0,1%	114 405	0,1%
Autres	77 900 567	63,7%	77 900 567	63,7%
Sous-total	92 349 591	75,6%	92 349 591	75,6%
Total	122 224 397	100%	122 224 397	100%

* Personne morale liée à M. Philippe Vannier, Président-directeur général, à M. Marc Hériard Dubreuil, membre du conseil d'administration et à M. Dominique Lesourd, représentant de Crescendo Industries au conseil d'administration de Bull.

** Personne morale liée à Marc Hériard Dubreuil, membre du conseil d'administration de Bull.

*** Les actions auto détenues sont dépourvues de droit de vote.

Le nombre de 122.224.397 actions émises au 31 mai 2014 est à majorer de 10.000 actions émises et attribuées suite à l'exercice de *stock-options* en juin 2014, soit un nombre total de titres avant l'Offre de 122.234.397 actions.

1.3.2. Instruments donnant accès au capital

Les instruments dilutifs sont constitués des programmes de *stock-options* récapitulés ci-dessous, qui au regard du cours du titre Bull, (§ 3.3), se situent tous dans la monnaie :

Stock options							
Plans	Date d'attribution	Départ exercice	Expiration	Prix d'exercice	Solde au 31/05/14	Levées juin 2014	Solde juin 2014
Plan 1	2008	3-mars-12	3-mars-14	2,89	-		-
Plan 2	2009	27-févr.-13	27-févr.-15	1,38	-		-
Plan 3	2009	14-août-13	14-août-15	2,40	204 000	(10 000)	194 000
Plan 4	2010	12-nov.-14	12-nov.-16	3,41	200 000		200 000
Plan 5	2010	12-nov.-14	12-nov.-16	3,41	255 000		255 000
Plan 6	2010	12-nov.-14	12-nov.-16	3,41	941 250		941 250
Plan 7	2011	5-mars-15	5-mars-17	3,61	87 500		87 500
Plan 8	2012	2-mars-16	2-mars-18	3,16	747 500		747 500
Plan 9	2012	10-août-16	10-août-18	2,31	70 000		70 000
Plan 10	2012	9-nov.-16	9-nov.-18	2,32	21 250		21 250
Plan 11	2013	1-mars-17	1-mars-19	3,28	755 000		755 000
Plan 12	2013	10-mai-17	10-mai-19	2,71	-		-
Plan 13	2013	9-août-17	9-août-19	2,50	570 000		570 000
Plan 14	2013	8-nov.-17	8-nov.-19	3,20	70 000		70 000
Plan 15	2014	14-mars-18	14-mars-20	3,81	200 000		200 000
Total					4 121 500	(10 000)	4 111 500

Par ailleurs, les deux programmes d'actions gratuites actuellement en vigueur¹⁹ se ventilent comme suit :

Actions gratuites			
Plans	Solde au 31/12/13	Variations	Solde au 31/05/14
AGA 2012	174 000	(146 000)	28 000
AGA 2013	319 000	(8 000)	311 000
Total	493 000	(154 000)	339 000

¹⁹ Les plans d'actions gratuites du 27 juillet 2010, du 27 octobre 2010 et du 2 mars 2012 ont donné lieu à l'attribution définitive de 660.000 actions gratuites en cours de conservation :

- Plan du 27 juillet 2010 : 478.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 28 juillet 2014 ;
- Plan du 27 octobre 2010 : 36.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 28 octobre 2014 ;
- Plan du 2 mars 2012 : 146.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 2 mars 2016.

Pour mémoire, la conversion des OCEANE en circulation, au nombre de 58.629, donnerait lieu, à raison d'un ratio de conversion de 0,1, à l'émission de 5.862 actions.

1.4. Seuil de réussite et périmètre de l'Offre

En application de l'article 231-9 du Règlement Général de l'AMF²⁰, Atos soumet l'Offre à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'actions et d'OCEANE tel que l'Initiateur atteigne le seuil de réussite de 50% du capital et des droits de vote de la Société plus une action sur une base diluée²¹. L'Offre n'aura pas de suite si le seuil de réussite n'est pas atteint ; dans le cas contraire, l'Offre sera ré-ouverte pendant 10 jours de négociations.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 122.252.259 actions correspondant au cumul de :

- 122.052.397 actions représentant 99,85% du capital et des droits de vote théoriques ; ce nombre d'actions correspond aux 122.234.397 actions en circulation (§ 1.3.1), sous déduction de 182.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera postérieurement à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte²² ;
- 194.000 actions correspondant au nombre de *stock-options* exerçables (plan 3, § 1.3.2) ;
- 5.862 actions correspondant au nombre d'OCEANE (58.629) pondéré par le ratio de conversion (0,1).

A contrario l'Offre ne porte pas :

- sur les 3.917.500 actions nouvelles se rattachant aux *stock-options* qui ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte²³,

²⁰ Article 231-9 du règlement général de l'AMF : « L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive. ».

²¹ Définie au chapitre 2.7 du projet de note d'information établie par Atos.

²² Plan du 27 octobre 2010 : 36.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 28 octobre 2014 et plan du 2 mars 2012 : 146.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 2 mars 2016.

²³ Sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables.

- ni sur les 521.000 actions gratuites²⁴ non encore définitivement acquises ou définitivement acquises mais dont la période de conservation n'aura pas expiré à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte²⁵.

Un contrat de liquidité de ces *stock-options* et actions gratuites, décrit au chapitre 1.3.3. du projet de note d'information établie par Atos, serait proposé à leurs titulaires *via* une promesse d'achat des titres Bull consentie par l'Initiateur, suivie d'une promesse de vente de titres Atos consentie à l'Initiateur par les titulaires ; le prix de ces promesses serait cohérent avec le montant de l'indemnisation par action au titre du retrait obligatoire mentionné *infra* (§ 1.5) ou du prix d'Offre en l'absence de retrait obligatoire ou de situation d'illiquidité.

1.5. Retrait obligatoire

Les conditions de retrait obligatoire telles que définies au chapitre 1.2.5. du projet de note d'information établie par Atos portent sur les actions et OCEANE. Si les conditions nécessaires à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ne sont pas réunies, l'Initiateur envisage de procéder à une fusion ou à d'autres opérations d'apport dans un délai de douze mois suivant sa prise de contrôle de la Société.

1.6. Financement de l'Offre

L'Offre est financée par Atos en recourant à une ligne de crédit existante.

1.7. Accords conclus ou à conclure dans le cadre de l'Offre

1.7.1. Engagements d'apport à l'Offre

Outre l'accord en date du 24 mai 2014 conclu entre la Cible et l'Initiateur, nous avons pris connaissance des deux engagements « *d'apport d'actions à une offre publique* » conclus le 25 mai 2014 entre Crescendo Industries et Atos, d'une part, et Pothar Investments et Atos, d'autre part ; ces deux engagements d'apport portent respectivement sur 24.222.500 actions et 5.325.873 actions (§ 1.3.1).

²⁴ Les plans d'actions gratuites concernés sont les suivants :

- Plan du 27 octobre 2010 : 36.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 28 octobre 2014 ;
- Plan du 2 mars 2012 : 146.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 2 mars 2016 ;
- Plan du 2 mars 2012 : 28.000 actions gratuites relatives à des droits en cours d'acquisition ;
- Plan du 9 août 2013 : 311.000 actions gratuites relatives à des droits en cours d'acquisition.

²⁵ Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables.

Orange et BPI ont en outre fait part de leur intention, respectivement le 28 mai 2014²⁶ et le 29 mai 2014²⁷, d'apporter la totalité de leurs titres à l'Offre.

1.7.2. Convention de prestations de services entre Crescendo Industries et Atos

Aux deux engagements d'apport suscités s'ajoute une convention de prestations de services à conclure postérieurement à l'Offre entre Crescendo Industries²⁸ et Atos régissant les conditions de rémunération de Crescendo Industries au titre de prestations²⁹ mobilisant, notamment dans les activités Sécurité du nouvel ensemble, les compétences de M. Philippe Vannier.

Cette convention de prestations de services serait conclue pour une durée de 36 mois et renouvelable par tacite reconduction.

²⁶ Communiqué de presse Orange, 28 mai 2014. [En ligne], <http://www.orange.com/fr/finance/nbsp2/investisseurs-et-analystes/communiqués-financiers/Orange-soutient-l-offre-d-Atos>

²⁷ Communiqué de presse BPI France, 29 mai 2014. [En ligne], [http://www.bpifrance.fr/Espace-Presse/\(offset\)/2](http://www.bpifrance.fr/Espace-Presse/(offset)/2)

²⁸ Comme mentionné *supra* (§ 1.3.1), Crescendo Industries est une personne morale liée entre autres à M. Philippe Vannier.

²⁹ Prestations en matière commerciale, prestations relatives à l'intégration et au développement des activités sécurité, prestations techniques et prestations générales.

2. PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT DE BULL

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritères du Groupe Bull (le « **Groupe** ») et du titre Bull (§ 3), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché³⁰.

2.1. Positionnement de Bull sur son secteur

Le Groupe se positionne aujourd'hui comme l'un des acteurs européens majeurs de l'économie numérique, fort de trois domaines d'expertise que sont la puissance du calcul, l'intégration d'architectures complexes et la sécurité ; il emploie 9.300 collaborateurs répartis dans plus d'une cinquantaine de pays, avec un fort ancrage des activités en Europe.

Au cours des trois dernières années, les activités du Groupe étaient structurées autour de deux organisations métier (*Business Lines* ci-après dénommées « **BL** ») dites « technologiques » :

- **Innovative Products** : BL en charge du développement des offres de supercalculateurs et des serveurs d'entreprise haut de gamme dédiés à la simulation numérique, aux applications critiques, au *Big Data*³¹ et au *Cloud*³² ;
- **Security Solutions** : BL regroupant les activités produits et services dans le domaine de la cyber-sécurité³³, des systèmes critiques³⁴ et de la guerre électronique³⁵ ;

et de deux BL regroupant les solutions complètes offertes aux clients, *via* la transformation en « valeur métier » des technologies et infrastructures numériques :

- **Business Integration Solutions** : BL fédérant les offres de conseil, d'intégration et de solutions applicatives critiques ;

³⁰ Cf. matrice Swot (§ 2.4).

³¹ Analyse et exploitation à des fins commerciales des masses de données collectées par les organisations nécessitant des outils et infrastructures spécifiques.

³² Le *cloud computing* est un modèle informatique permettant un accès facile et, à la demande par le réseau, à un ensemble partagé de ressources informatiques configurables (serveurs, stockage, applications et services) qui peuvent être rapidement provisionnées et libérées par un minimum d'efforts de gestion ou d'interaction avec le fournisseur du service (source : NIST, 2011).

³³ La cyber-sécurité répond aux enjeux liés à la multiplication des attaques informatiques compromettant la sécurité et l'intégrité des systèmes informatiques.

³⁴ Systèmes dont une panne ou un dysfonctionnement peut avoir des conséquences sur la sécurité et la vie des personnes ou induire des dommages matériels et environnementaux dramatiques.

³⁵ Menaces militaires et terroristes propagées par les ondes.

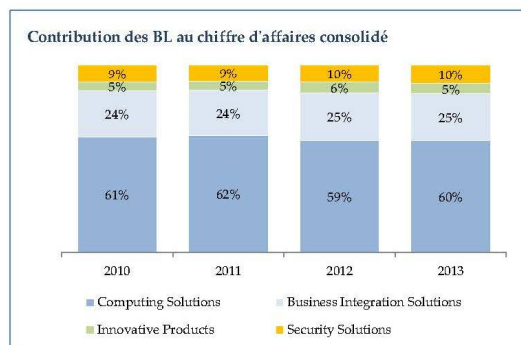
- **Computing Solutions** : BL fournissant des prestations relatives à l'architecture, l'intégration et l'infogérance de *data centers* et de solutions *Cloud*.

Du fait de la couverture de l'ensemble de la chaîne de valeur numérique, le Groupe est en mesure de proposer non seulement des services multi-constructeurs et multi-éditeurs, mais également des solutions intégrant ses propres produits, conçus et développés en interne.

Afin de maintenir sa capacité d'innovation, le Groupe consacre une part substantielle de son chiffre d'affaires en dépenses de R&D³⁶ ; il disposait au 31 décembre 2013 d'un portefeuille de 1.900 brevets.

Bull dispose également d'un parc immobilier significatif entièrement dédié à l'exploitation et configuré en conséquence, représentant une surface d'environ 200.000 m², dont 12.000 m² de *data centers*.

Le chiffre d'affaires est issu majoritairement des organisations métier *Computing Solutions* et *Business Integration Solutions*, comme l'atteste le graphique ci-dessous, présentant la contribution de chaque BL au chiffre d'affaires consolidé sur la période historique 2010 – 2013 :

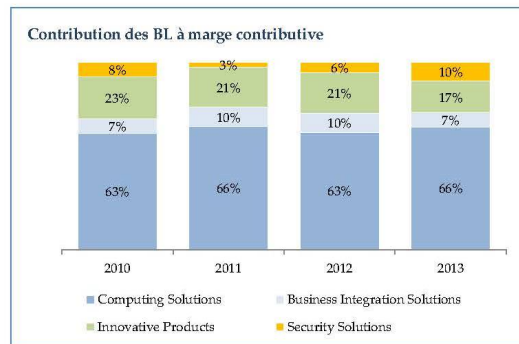


Les effectifs alloués aux BL *Computing Solutions* et *Business Integration Solutions* sont *de facto* prédominants dans le total des effectifs du Groupe à fin 2013, à concurrence respectivement de 37% et 39%.³⁷

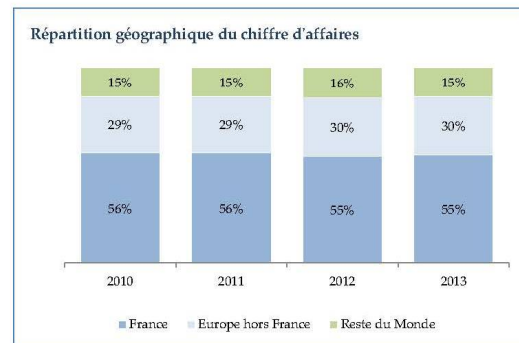
³⁶ Les dépenses de R&D, nettes du crédit d'impôt recherche, s'établissent de 2008 à 2013 autour de 1,5% du chiffre d'affaires.

³⁷ Source : document de référence Bull 2013, note 4, p. 145.

La contribution des BL au chiffre d'affaires consolidé de 2010 à 2013 mentionné ci-dessus est à mettre en regard de leur contribution à la marge contributive³⁸ marquée par la prédominance de la *BL Computing Solutions*:



Le Groupe réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires en France, les contributions des différentes zones géographiques s'avérant stables au cours des dernières années, avec un ancrage européen fortement marqué :



A la suite du plan « Bullway » effectif de 2011 à 2013, le Groupe a annoncé en janvier 2014 la mise en œuvre de son plan de développement pour la période 2014-2017 nommé « One Bull », qui recentre ses activités autour des enjeux du *Cloud* et du *Big Data*, parmi les principaux moteurs de la croissance du marché des technologies de l'information.

Le plan « One Bull » implique une réorganisation des activités au sein de deux segments « *Data infrastructure* » (*Big Data*, *Data centers*, serveurs haut de gamme) et « *Data management* » (Intégration, Sécurité et *Cloud*).

³⁸ La marge contributive s'entend avant affectation des coûts fonctionnels et transverses, qui ne sont pas répartis par BL dans le cadre de l'information sectorielle proposée par Bull.

2.2. Caractéristiques du marché des entreprises de services du numérique (ESN)

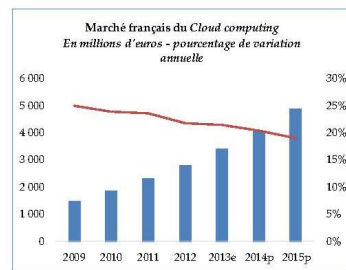
Nous nous concentrons principalement sur les caractéristiques des marchés français et européen, sur lequel le Groupe a réalisé en 2013 environ 85 % de son chiffre d'affaires consolidé (§ 2.1).

2.2.1. Fondamentaux du marché

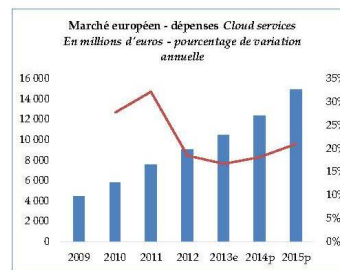
La taille du marché européen du service numérique s'élève à environ 150 Md€³⁹. Dans un contexte post-crise, la croissance du marché est ralentie par la contraction des dépenses des organisations dans les technologies de l'information et de la communication (IT), restées à un niveau inférieur à celui de 2008.

Néanmoins, les entreprises et le secteur public ont désormais conscience du rôle fondamental de ces investissements pour rester compétitifs et assurer un pilotage efficace des organisations. Les dépenses IT sont par conséquent affectées dans une moindre mesure que les autres budgets, considérés dans leur ensemble.

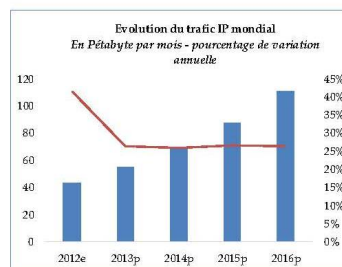
Par ailleurs, les entreprises du secteur bénéficient de certains relais de croissance, notamment sur les segments du *Cloud computing*, en progression constante en France et en Europe, et du *Big Data*, dont l'évolution s'apprécie à l'aune de celle du trafic *Internet Protocol* (IP) :



Source: Xerfi - Les services informatiques, avril 2014



Source: Xerfi - IT services in Europe, août 2012

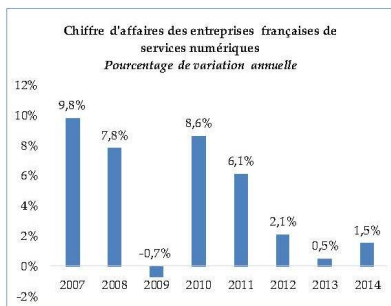


Source: Xerfi - Les services informatiques, avril 2014

³⁹ Etude Xerfi Global – « IT services in Europe », août 2012.

L'externalisation croissante par les entreprises de la gestion et de l'exploitation des systèmes d'information a également bénéficié à l'infogérance qui fait partie des segments ayant le mieux résisté en 2013 ; du fait des contrats négociés sur des périodes pluriannuelles, ce segment est moins sensible à la pression des clients sur les prix.

Malgré des rythmes de croissance contrastés selon les segments d'activité, l'année 2013 a été marquée par un ralentissement global de l'activité, résultant d'une contraction des dépenses IT, particulièrement dans le secteur public⁴⁰ :



Source: Xerfi - Les services informatiques, avril 2014

Dans un contexte de forte intensité concurrentielle et de croissance limitée, les opérations de concentration se sont multipliées, avec par exemple l'acquisition en mars 2014 par Steria de la société Beamap, spécialiste du marché *cloud computing*, ainsi que le rapprochement initié en avril 2014 entre Sopra et Steria.

Les acteurs européens sont également menacés par l'entrée de prestataires issus de pays à faible coût de main d'œuvre. En réaction, ils se positionnent sur des services à plus forte valeur ajoutée, cherchant à nouer des partenariats stratégiques et à optimiser leur mix produits.

Afin de maintenir une politique de prix compétitive, les acteurs européens ont également davantage recours à l'*offshore*. Cette tendance est accentuée par les compétences accrues des ingénieurs à l'international (indiens par exemple), permettant de délocaliser des projets à plus forte valeur ajoutée.

Pour les entreprises ayant reporté ces dernières années certaines de leurs dépenses dans les technologies de l'information et de la communication, le retour à un environnement macro-économique stable devrait leur permettre d'engager ces dépenses sur les années à venir. En raison d'une intensité concurrentielle élevée, la croissance devrait cependant s'opérer sur les volumes, plutôt que sur les prix. Gartner,

⁴⁰ Etude NetMediaEurope et Aastra, « Dépenses IT 2013 », 2013. [En ligne], http://www.netmediaeurope.fr/etude/etude_depense_IT_2013.pdf

cabinet de conseil et de recherche dans le domaine des technologies, estime que le marché mondial des services informatiques devrait enregistrer en 2014 une croissance de 4,6 % par rapport à 2013⁴¹.

2.2.2. Acteurs du marché

Le secteur des services informatiques est composé :

- d'une part, d'un tissu atomisé⁴² de petites et moyennes entreprises couvrant une partie seulement de la chaîne de valeur (conseil, ingénierie, intégration de systèmes, infogérance et maintenance) et dont la majorité intervient dans l'activité de conseil en systèmes et applications informatiques, caractérisée par des coûts d'entrée relativement faibles ;
- d'autre part, des groupes de taille très importante présents à l'international (Atos, Capgemini, CGI, Getronics, Indra Sistemas, T-System) et quelques grands groupes mondiaux (Accenture, Fujitsu, HP, IBM) ayant réussi à s'imposer, notamment en France.

Au total, les dix premiers acteurs européens détiennent à eux seuls environ 40 % de parts du marché européen³⁹.

Les concurrents de Bull sur les principaux segments d'activité sont les suivants :

- *Data centers* : IBM, HP, Dell et Cisco font partie des acteurs historiques et leaders dans les infrastructures et solutions *data centers*. La Société a également conclu des partenariats avec des équipementiers comme EMC et NetApp, intégrateurs de solutions de stockage et de réseaux ;
- *Big Data* : les principaux intégrateurs sur ce segment sont Accenture, Atos, Capgemini, Cray, IBM, SGI et Sopra. IBM, MapR, Oracle, SAP, Teradata comptent parmi les fournisseurs de solutions *Big Data* ;
- *Mainframe* et serveurs haut de gamme : marché dominé par IBM et HP (avoisinant 50 % de parts de marché réunies⁴³). Dell et Oracle figurent parmi les autres acteurs majeurs du segment ;
- Intégration : Accenture, Capgemini, Cognizant, Dell et TCS sont les leaders du secteur. Le Groupe est également concurrencé par des acteurs comme Atos, CGI et Sopra ;

⁴¹ Gartner (avril 2014). [En ligne],

<http://www.gartner.com/newsroom/id/2698017>

⁴² Près de 60.000 entreprises en 2011. Source : Etude Xerfi, « Les services informatiques », avril 2014.

⁴³ Source : Informatique News (août 2013). [En ligne],

<http://www.informatiquenews.fr/mainframe-toujours-bien-vivant-2707>

- Sécurité : ce segment, très atomisé, est composé de nombreux acteurs positionnés sur des marchés de niche à haute valeur ajoutée et des spécialistes de la Défense (Cassidian, EADS, Thalès,) ;
- Cloud : Accenture, Amazon Web Services, Atos Canopy et IBM sont les principaux concurrents de Bull. En France, l'Etat fait également partie du paysage du Cloud public du fait de son implication dans la gestion et les installations des infrastructures de communication ; il a notamment contribué à la création des sociétés CloudWatt (Orange et Thalès) et Numergy (Bull et SFR).

2.3. Analyse historique de la performance de Bull

2.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée sur longue période, l'activité et la rentabilité de Bull ont connu l'évolution suivante, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

Performance historique							
(en millions d'euros)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR 2008-2013
Chiffre d'affaires	1 132,8	1 109,9	1 243,1	1 300,7	1 285,2	1 261,6	2,2%
Variation	1,4%	(2,0%)	12,0%	4,6%	(1,2%)	(1,8%)	
Marge brute	254,9	246,3	278,3	289,9	294,4	271,2	1,2%
% CA	22,5%	22,2%	22,4%	22,3%	22,9%	21,5%	
EBIT* avant restructuration	30,1	27,6	35,5	43,7	52,1	44,8	8,3%
% CA	2,7%	2,5%	2,9%	3,4%	4,1%	3,6%	
Restructuration	(21,8)	(14,4)	(14,1)	(15,8)	(7,3)	(12,0)	(11,3%)
% CA	(1,9%)	(1,3%)	(1,1%)	(1,2%)	(0,6%)	(1,0%)	
EBIT après restructuration	8,3	13,2	21,4	27,9	44,8	32,8	31,6%
% CA	0,7%	1,2%	1,7%	2,1%	3,5%	2,6%	

* Résultat avant impôts, autres produits et charges opérationnels et financiers

Depuis 2008, le groupe a enregistré des performances contrastées tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité. Alors que le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur la période 2008-2013 s'établit à 2,2% (tiré notamment par la progression de l'activité « Innovative Products »), l'EBIT avant restructuration a crû en moyenne de 8,3%. Ceci s'explique notamment par une meilleure maîtrise des coûts sur la période qui a permis de plus que compenser la perte progressive du taux de marge et d'améliorer ainsi le taux d'EBIT.

2.3.1.1. Chiffre d'affaires

Le fléchissement du chiffre d'affaires durant les deux derniers exercices clos s'inscrit dans un contexte conjoncturel difficile ; le chiffre d'affaires du Groupe au titre du dernier exercice clos au 31 décembre 2013 est réalisé à proportion d'environ moitié en France et d'un tiers en Europe hors hexagone.

En 2013, le chiffre d'affaires se répartissait à hauteur de 60% pour l'activité « Computing Solutions », 25% pour l'activité « Business Integration Solutions », 10% pour l'activité « Security Solutions » et 5% pour l'activité « Innovative Products ».

Cette évolution s'explique par :

- la poursuite de la baisse du chiffre d'affaires des projets, produits et maintenance pour les infrastructures IT qui n'a pas été compensée par le dynamisme des activités *Cloud* et infogérance ;
- la forte progression de l'activité des serveurs hautes performances (*HPC*) ;
- la bonne tenue du pôle « Security Solutions », notamment des activités liées à la cyber-sécurité et à la protection des systèmes IT et des données à l'international ;
- le dynamisme du Groupe à l'international, notamment en Europe de l'Est.

2.3.1.2. Profitabilité

La marge brute a diminué d'un point de 2008 à 2013 (22,5% *versus* 21,5% du chiffre d'affaires). En revanche, le taux d'EBIT a tendance à s'améliorer compte tenu de charges d'exploitation en baisse, conséquence notamment du plan de réduction de coûts « Bullway » qui a précédé la mise en œuvre en janvier 2014 du plan de développement « One Bull ».

2.3.1.3. Restructuration

La société est amenée à engager, de façon récurrente depuis plusieurs années, des coûts au titre de projets de restructuration pour faire face aux évolutions technologiques rapides de son marché.

2.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle consolidée de Bull depuis 2008 a évolué comme suit, en distinguant principalement les écarts d'acquisition, le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et la trésorerie :

Actif net - part du Groupe						
(en millions d'euros)	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
Actif immobilisé	45,3	48,0	80,3	75,9	74,2	70,8
Écarts d'acquisition	57,4	53,0	129,7	102,3	103,9	108,0
Dépôts et cautionnements versés	4,4	2,7	2,7	4,1	3,8	4,1
Impôts différés nets	15,6	15,5	11,4	11,1	12,2	13,8
BFR	(90,3)	(114,7)	(104,8)	(55,3)	(27,9)	(43,0)
Actif économique	32,4	4,5	119,3	138,1	166,2	153,7
Actifs financiers non courants	13,4	14,2	14,3	14,9	37,7	33,3
Actifs / Passifs détenus en vue de la vente	(1,1)	-	-	-	-	-
Intérêts minoritaires	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,8)	(0,7)	(0,9)
Instruments dérivés - actifs			-	-	1,0	0,4
Placements en garantie	9,9	16,8	15,7	8,3	7,3	6,2
Autres actifs / passifs	22,1	30,9	29,8	22,4	45,3	39,0
Provisions	(206,2)	(185,7)	(197,8)	(187,5)	(239,4)	(216,5)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	288,9	299,1	282,2	278,8	231,8	244,3
Emprunts et passifs financiers	(41,7)	(51,5)	(43,4)	(76,2)	(71,3)	(81,1)
Trésorerie nette comptable	247,2	247,6	238,8	202,6	160,5	163,2
Actif net - part du Groupe	95,5	97,3	190,1	175,6	132,6	139,4

2.3.2.1. Ecarts d'acquisition⁴⁴

L'activité de Bull est centrée sur l'innovation et la croissance externe, ce qui transparait au travers du poids prépondérant des survaleurs au 31 décembre 2013 (108,0 M€) liées pour moitié à l'acquisition d'Amesys en 2009 (54,4 M€) et pour le solde, entre autres, au rachat de Science+computing (Allemagne) en 2008 (14,7 M€) et de Fastconnect en 2013 (4,5 M€).

2.3.2.2. Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Le BFR, qui se caractérise par une forte saisonnalité et une hétérogénéité dans les activités, est lissé par le recours à l'affacturage et impacté par les décalages de recouvrement du Crédit Impôt Recherche ; le tableau ci-dessous présente le BFR retraité de ces éléments, qui explique le passage entre un BFR comptablement négatif à un BFR structurellement positif tendant vers 4% du chiffre d'affaires.

⁴⁴ Source : Document de référence Bull 2013, note 12, p. 152.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

BFR						
(en millions d'euros)	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
BFR comptable	(90,3)	(114,7)	(104,8)	(55,3)	(27,9)	(43,0)
Annulation créances de CIR	(6,4)	-	(17,1)	(31,0)	(53,6)	(80,8)
Annulation factoring - créances	137,7	163,4	185,3	195,4	162,4	206,2
Annulation factoring - C/C	(36,9)	(21,6)	(27,6)	(55,3)	(72,1)	(31,0)
BFR structurel	4,1	27,1	35,8	53,8	8,8	51,4
% CA	0,4%	2,4%	2,9%	4,1%	0,7%	4,1%

2.3.2.3. Position de trésorerie

Bull dispose d'une trésorerie fortement fluctuante d'un mois à l'autre, au rythme de l'activité notamment dans l'activité Infrastructures.

2.4. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses de Bull, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles le Groupe est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
Leadership technologique notamment dans le domaine des HPC (<i>High Performance Computing</i>) et expertise dans la sécurité de systèmes, la conception et la gestion des infrastructures	Un positionnement de <i>Challenger</i> dans le secteur en raison d'un manque d'envergure au niveau international vis-à-vis des leaders mondiaux et une gamme de produits et services plus restreinte limitant sa capacité à gagner des contrats
La détention de 12.000 m ² de data centers et la constitution en 2012 de la société Numergy avec SFR et la CDC permettent au Groupe de se positionner parmi les acteurs majeurs du <i>cloud computing</i>	Mix géographique défavorable avec 85% du chiffre d'affaires en Europe dont 55% en France en 2013
Poursuite de la transformation du groupe et mise en place du plan "One Bull"	Faible marge d'exploitation et volatilité de son résultat opérationnel
Une diversification de son marché avec de solides positions dans le secteur public ainsi que dans les domaines de la Défense, de la Banque et de l'Aérospatial	Instabilité des axes stratégiques et des modes de <i>reporting</i> en raison de la succession d'équipes de management
Accords stratégiques conclus avec des partenaires	Segments opérationnels en cours de restructuration
Mise en place d'une politique régulière de rémunération des actionnaires au travers d'un programme de rachats d'actions	
Opportunités	Menaces
Amélioration de la conjoncture : reprises des dépenses IT	Corrélation du marché à l'évolution du climat des affaires se traduisant par un arbitrage défavorable envers les dépenses IT des entreprises
Relais de croissance (<i>cloud computing</i> , <i>Big Data</i> , cybersécurité, Internet mobile, Internet des objets, paiements sans contacts...)	Contraction des budgets du secteur public
Possibilité de recourir davantage aux services <i>offshore</i>	Intensité concurrentielle et pression sur les prix tant sur le <i>hardware</i> que sur les services d'intégration
Développement de nouvelles technologies sur les segments à fort potentiel de croissance (<i>cloud computing</i> , <i>Big Data</i> ...)	Nouvelles technologies développées par les concurrents sur les secteurs de l'innovation et de la guerre électronique
Meilleure résistance du segment de l'infogérance, moins sensible à l'évolution des prix (durées pluriannuelles des contrats)	Nouveaux entrants : acteurs exerçant une politique de prix agressive

3. EVALUATION DE L'ACTION BULL

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, après avoir recensé les principales caractéristiques comptables, financières et fiscales du Groupe (§ 3.1), nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action Bull proposé dans le cadre de l'Offre (§ 3.3 et suivants).

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Bull est le 23 mai 2014, dernière journée de cotation avant l'annonce de l'Offre.

La capitalisation boursière des comparables (§ 3.5) utilisée dans la valorisation analogique a également été considérée sur la base d'une moyenne « 1 mois » au 23 mai 2014.

Le nombre de titres pour nos calculs de valeur unitaire de l'action Bull s'établit à 126.570.492 actions (§ 3.1.3).

Dans l'évaluation par les méthodes analogiques, nous avons distingué deux pôles d'activité évoluant sur des marchés spécifiques : d'une part, un pôle dédié aux « Solutions et technologies informatiques » regroupant les serveurs et supercalculateurs, les infrastructures, le *Cloud* et l'intégration et, d'autre part, un pôle dédié à la « sécurité numérique ».

3.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

3.1.1. Référentiel comptable

Bull établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS) s'imposant aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés annuels de Bull au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2013 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

3.1.2. Date d'évaluation

Nos travaux d'évaluation ont été réalisés au 30 juin 2014, sur la base d'un endettement net au 31 décembre 2013 auquel nous avons ajouté la moitié du flux de trésorerie estimé au titre de 2014.

3.1.3. Nombre d'actions

Nous avons retenu pour le calcul de la valeur unitaire du titre Bull un volant de **126.570.492 actions** correspondant au cumul suivant, qui intègre, sous déduction des 114.405 actions d'auto-contrôle, le nombre total :

- de titres en circulation avant l'Offre : 122.234.397 actions, dont 122.224.397 actions en circulation au 31 mai 2014 et 10.000 actions créées par l'exercice de *stock-options* en juin 2014 (§ 1.3.1) ;
- d'actions en relation avec l'exercice du solde de *stock-options* : 4.111.500 *stock-options* dont 194.000 *stock-options* exerçables et 3.917.500 *stock-options* non encore exerçables (§ 1.4) ;
- d'actions gratuites relatives à des droits en cours d'acquisition : 339.000 actions gratuites dont 28.000 actions gratuites au titre du plan du 2 mars 2012 et 311.000 actions gratuites au titre du plan du 9 août 2013 (§ 1.4).

Nombre d'actions dilué		
	Date	Nombre d'actions
Capital au 31 mai 2014	31-mai-14	122 224 397
Actions nouvelles juin 2014	4-juin-14	10 000
Autocontrôle	31-mai-14	(114 405)
Stock options (dans la monnaie)	4-juin-14	4 111 500
Actions gratuites	31-mai-14	339 000
Total		126 570 492

Pour mémoire, 47.079 actions auto-détenues sont affectées au contrat de liquidité :

Actions propres			
	Solde au 31/12/13	Variation	Solde au 31/05/14
Contrat de liquidité	131 000	(63 674)	67 326
Hors contrat de liquidité	48 589	(1 510)	47 079
Total	179 589	(65 184)	114 405

3.1.4. Affacturage⁴⁵

Bull présente, par rapport à ses concurrents, la particularité de recourir à l'affacturage sur deux types de créances, commerciales et locatives.

Ce dispositif se traduit par une cession sans recours pour l'essentiel des créances cédées, ainsi que le transfert de l'ensemble des risques⁴⁶ et avantages liés aux factures cédées bénéficiant de la garantie sans recours.

Les factures cédées n'étant que partiellement financées, la partie non financée, bien que couverte par l'assurance-crédit, est versée par l'affactureur sur le compte courant de la Société.

Le montant des cessions ainsi dé-comptabilisées au 31 décembre 2013⁴⁷ s'élève à **206,2 M€**, dont 174,6 M€ en contrepartie de la trésorerie et 31 M€ en contrepartie du compte courant d'affacturage (§ 2.3.2.2).

3.1.5. Défis fiscaux et taux effectif d'imposition⁴⁸

Bull dispose d'une masse de reports déficitaires d'un montant de près de **2,0 Md€** dont 1,9 Md€ sont indéfiniment reportables (le solde de 0,1 Md€ étant soumis à prescription principalement au-delà de 2016) ; il en résulte un total d'impôts différés potentiels actifs liés aux reports déficitaires de **711,6 M€** au 31 décembre 2013.

Sur ce volant de déficits reportables, seul le potentiel d'économie d'impôt au titre des trois exercices à venir est comptabilisé au 31 décembre 2013⁴⁹, justifiant ainsi un impôt différé actif de **16,1 M€**.

Le taux effectif d'imposition dans les comptes consolidés de Bull ressort à un niveau relativement bas (11% en 2013 *versus* 12% en 2012) en comparaison du taux d'impôt sur les bénéfices applicable à la Société (38,0% en 2013 *versus* 36,1% en 2012).

⁴⁵ Source : document de référence Bull 2013, note 15, pp. 154-155 et note 16, p. 156.

⁴⁶ Risque de contrepartie et risque lié au retard de paiement.

⁴⁷ Conformément à l'IAS 12 et l'IAS 39.

⁴⁸ Source : document de référence Bull 2013, note 8, pp. 148-149.

⁴⁹ Au titre de l'IAS 12.

3.1.6. Tests d'impairment⁵⁰

Les écarts d'acquisition sont soumis à des tests de dépréciation annuels et ponctuels en cas d'indices de pertes de valeur⁵¹ (§ 2.3.2.1). Les acquisitions récentes donnent lieu à la création d'Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) à laquelle les survaleurs sont affectées, et dont le montant recouvrable a été testé au moyen des paramètres suivants au 31 décembre 2013 :

- budget annuel et projections de flux de trésorerie à l'horizon 2018 ;
- résultat opérationnel (EBIT) qui constitue l'indicateur clé ;
- au-delà de 2018, taux de croissance perpétuel du chiffre d'affaires compris entre 1,0% et 2,0%⁵² ;
- taux d'actualisation de 12,15% correspondant au coût moyen pondéré du capital de Bull, identique sur l'ensemble des écarts d'acquisition en Europe (lesquels représentent la majeure partie des survaleurs).

3.1.7. Mises en équivalence et intérêts minoritaires

Les mises en équivalence concernent les participations détenues dans les sociétés SERES et Numergy (§ 2.2.2), détenues à hauteur respectivement de 34% et 20%⁵³ ; la souscription de Bull au capital de Numergy a été libérée pour un quart, le solde étant appelé à être libéré en fonction des besoins de financement de Numergy⁵⁴.

Les intérêts minoritaires, constitués de participations minoritaires dans Evidian, Tuscan Connects Ltd, VIS et Time Reversal Communications⁵⁵, ont un poids peu significatif.

⁵⁰ Source : document de référence Bull 2013, note I2, p. 152.

⁵¹ Conformément à l'IAS 36.

⁵² En phase avec les prévisions d'inflation.

⁵³ Source : document de référence Bull 2013, organigramme, p. 232.

⁵⁴ Source : document de référence Bull 2013, note I3, p. 153.

⁵⁵ Source : document de référence Bull 2013, note 20, p. 157.

3.1.8. Crédit d'impôt recherche⁵⁶

Les créances de Crédit d'Impôt Recherche (CIR), d'un montant actualisé de 80,8 M€ au 31 décembre 2013, sont à relier aux moyens consacrés par Bull à la recherche et développement (§ 1.1.1) :

- conformément au dispositif fiscal en vigueur, l'encaissement de ces créances de CIR s'étalera de décembre 2014 à décembre 2017 ;
- les dettes sur le financement de créances de CIR, d'un montant de 39,1 M€⁵⁷, sont attachées au dispositif de mobilisation d'une partie⁵⁸ des créances de CIR ; les financeurs gardent en effet un recours en cas de contestation par les services fiscaux des montants déclarés, de sorte qu'*in fine* le financement constitue une dette, dont le montant est représentatif de l'actualisation, au taux du financement, des créances cédées.

3.1.9. Endettement net

Nos travaux de valorisation ont été réalisés en tablant sur un endettement net à fin 2013 ajusté du demi-flux estimé au titre de 2014 (§ 3.1.2).

Nous avons différencié le calcul de l'endettement net à déduire de la valeur d'entreprise obtenue, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou les méthodes de valorisation analogique, pour aboutir à la valeur des capitaux propres.

3.1.9.1. Endettement net en valorisation intrinsèque

L'endettement financier consolidé retraité que nous retenons pour la valorisation intrinsèque, d'un montant de **96,8 M€**, est constitué de l'endettement financier net corrigé des encaissements et des décaissements attendus, notamment au titre des provisions pour risques et charges⁵⁹, hors éléments du besoin en fonds de roulement.

La valeur de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables (§ 3.4.4) est intégrée par ailleurs dans le modèle DCF (§ 3.4.5).

⁵⁶ Source : document de référence Bull 2013, note 16, p. 156 et note 21, p. 158.

⁵⁷ A plus d'un an : 20,7 M€ ; à moins d'un an : 18,4 M€.

⁵⁸ Créances au titre de 2010 (dont le remboursement est prévu en 2014) et de 2012 (dont le remboursement est prévu en 2016).

⁵⁹ Les provisions pour risques et charges se rapportent pour une large part à un plan de retraite désormais fermé en Allemagne, qui pèse à hauteur d'environ 100 M€ dans les provisions pour avantages postérieurs à l'emploi (source : document de référence Bull 2013, note 23, p. 161). Les autres provisions (courantes et non courantes), nettes des impôts différés attachés, ont été considérées comme décaissables.

Trésorerie nette - DCF	
(en millions d'euros)	
Trésorerie nette au 31 décembre 2013	163,2
Impact affacturage	(174,6)
Trésorerie retraitée de l'affacturage	(11,4)
Cash flow - S1 2014	7,2
Exercice stock options - S1 2014	1,9
Flux 6 mois 2014	9,1
Exercice stock options - solde juin 2014	13,0
Intérêts minoritaires	(0,9)
Provisions pour avantages postérieurs à l'emploi (hors France)	(108,9)
Autres provisions nettes d'impôts différés	(26,9)
Autres actifs liquides	29,2
Autres actifs / passifs	(107,5)
Trésorerie nette - DCF	(96,8)

3.1.9.2. Endettement net en valorisation analogique

Par souci d'homogénéité avec la construction de l'endettement net des comparables issu de nos bases de données, la dette financière que nous retenons en valorisation analogique se compose de la trésorerie nette comptable au 31 décembre 2013 retraitée de l'affacturage et majorée de la valeur des intérêts minoritaires ; nous l'avons par ailleurs ajustée :

- de l'estimation des flux sur le premier semestre 2014 ;
- d'une estimation de la valeur actualisée des coûts de restructuration pris en compte dans le plan d'affaires⁶⁰ au taux que nous avons retenu dans le modèle DCF en valorisation intrinsèque (§ 3.4.3), les multiples des comparables boursiers ayant été appliqués dans notre valorisation analogique à des agrégats avant restructuration ;
- d'une estimation de la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables (§ 3.4.4) ; afin d'extérioriser le maximum de valeur sur le titre Bull, nous n'avons pas tenu compte de la situation particulière de chacun des comparables en termes de reports déficitaires.

L'endettement net en valorisation analogique est ainsi estimé à **(24,9) M€**.

⁶⁰ Sur la période de prévisions et en année terminale (§ 3.4.2.2).

Trésorerie nette - comparables	
(en millions d'euros)	
Trésorerie nette au 31 décembre 2013	163,2
Impact affacturage	(174,6)
Trésorerie retraitée de l'affacturage	(11,4)
Cash flow - S1 2014	7,2
Exercice stock options - S1 2014	1,9
Flux 6 mois 2014	9,1
Intérêts minoritaires	(0,9)
Coûts de restructuration actualisés	(83,8)
Valeur actualisée déficits reportables	112,0
Autres éléments	27,2
Trésorerie nette - comparables	24,9

3.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, l'absence de prise en compte, en tant que méthode d'évaluation, de l'actualisation des dividendes et de l'actif net comptable, rappelé pour mémoire.

3.2.1. Actualisation des dividendes (DDM)

En l'absence de politique de distribution régulière aux actionnaires de la Société, la méthode d'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

3.2.2. Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan à ce jour ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC.

L'ANC au 31 décembre 2013 ressort à environ 1,15 € par action⁶¹. Il est inférieur au cours de bourse à la même date, qui se situait à 3,08 €.

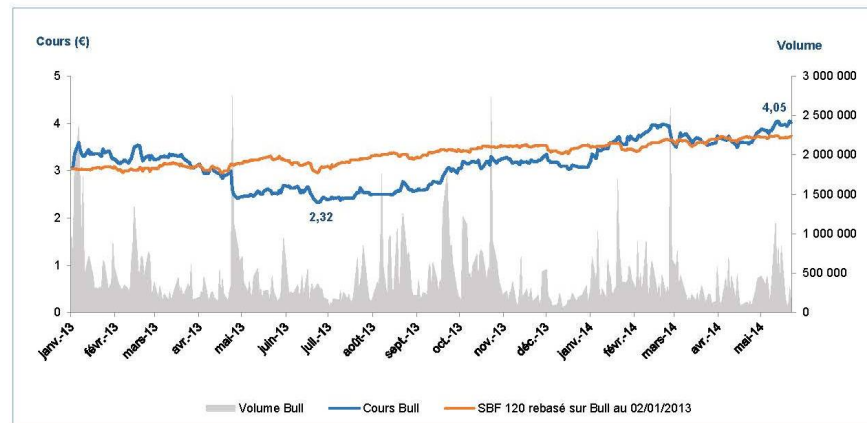
⁶¹ Capitaux propres consolidés au 31 décembre 2013 : 140,3 M€ / 121 522 397 actions composant le capital social à cette date = 1,15 € (source : document de référence 2013, p. 133).

3.3. Référence au cours de bourse

3.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Les titres Bull sont cotés sur le compartiment B du marché réglementé NYSE Euronext Paris.

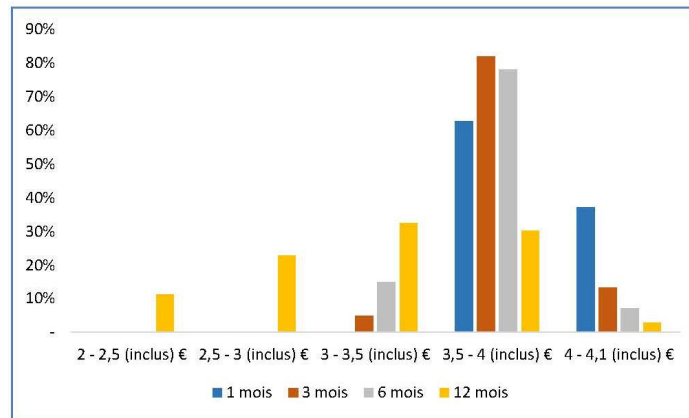
Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours du titre Bull depuis 2013, par rapport au SBF 120 :



Les principales évolutions du cours de bourse de Bull sur cette période d'observations sont les suivantes :

- une évolution contrastée sur l'année 2013, qui s'explique en deux temps :
 - une baisse continue au cours du premier semestre de l'année 2013 faisant suite à l'annonce de résultats 2012 en recul par rapport à ceux annoncés, notamment en termes d'activité et au questionnement du marché sur la capacité du Groupe à atteindre les objectifs fixés par le management ;
 - un redressement au cours du deuxième semestre avec des publications de résultats saluées par le marché (retournement conjoncturel, reprise du carnet de commandes) ;
- sur une période de référence d'un an, le plus bas a été atteint le 24 juin 2013 à 2,32 € et le plus haut le 22 mai 2014 à 4,05 € ;
- la moyenne 1 mois à la date de l'annonce ressort à 3,92 € ;
- la moyenne 3 mois à la date de l'annonce ressort à 3,77 €.

Au cours des six mois précédant l'annonce de l'offre, plus de 80% des volumes de titres ont été échangés dans une fourchette de 3,5 € à 4 €.



Sur la base d'un volume d'échanges observés sur le flottant, qui représente 65% du capital, la durée de rotation ressort à environ 14 mois.

Le cours correspondant au prix d'Offre de 4,90 € remonte à 2007 ; depuis lors, le cours le plus haut de 4,85 € a été atteint le 14 juin 2011.

Le tableau ci-dessous synthétise les primes induites par le prix d'Offre de 4,90 € en fonction de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes avant la date de l'annonce :

Cours de bourse		
Date de référence	23-mai-14	4,90 €
Spot	4,01 €	22%
Moyenne pondérée 1 mois	3,92 €	25%
Moyenne pondérée 2 mois	3,80 €	29%
Moyenne pondérée 3 mois	3,77 €	30%
Moyenne pondérée 6 mois	3,66 €	34%
Moyenne pondérée 12 mois	3,18 €	54%
+ haut 12 mois	4,05 €	21%
+ bas 12 mois	2,32 €	111%

Le titre a réagi à l'annonce en s'ajustant autour du prix d'Offre, le cours s'établissant le 26 mai 2014 à 4,89 €.

3.3.2. Cours cible

Nous avons recensé cinq analystes financiers assurant le suivi régulier du titre Bull. Les cours cibles annoncés pour le titre Bull avant l'annonce de l'opération se présentent comme suit :

Cours cible				
Analyste	Date	Recommandation	Objectif de cours	Prime
Tradition SAF	21-janv.-14	Achat	5,20 €	(6%)
CMCIC (1)	30-avr.-14	Achat	4,30 €	14%
Oddo & Cie	30-avr.-14	Achat	4,20 €	17%
Aurel BGC (2)	30-avr.-14	Achat	4,70 €	4%
Alphavalue (3)	7-mai-14	Achat	5,03 €	(3%)
Moyenne			4,69 €	5%

(1) Valorisation issue d'une somme des parties

(2) Valorisation issue d'une moyenne pondérée des approches DCF (5,1€) et comparables

(3) Valorisation issue d'une moyenne pondérée des approches DCF (6,49€) et comparables

Nous notons que la valorisation haut de fourchette issue du modèle *DCF* de Alphavalue, en date de mai 2014, s'explique par des *cash-flows* largement supérieurs du fait d'estimations d'investissements et de coûts de restructuration plus faibles que celles ressortant du plan de développement « One Bull » (§ 3.4.2).

Nous comprenons que la valeur de 5,20 € issue de la note de Tradition SAF, en date de janvier 2014, résulte d'une différence notable dans le niveau de la dette pris en considération en comparaison de nos travaux plus récents ; l'objectif de cours de Tradition SAF est antérieur à l'annonce des résultats de Bull au titre de 2013.

3.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

Nous avons recherché une valeur intrinsèque du Groupe du titre Bull en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2014, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan « One Bull » 2014-2017 que nous a présenté le management, pour en déduire une valeur d'entreprise et, sous déduction de l'endettement financier net, une valeur de capitaux propres.

3.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles⁶² générés par

⁶² Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

3.4.2. Plan d'affaires de Bull

3.4.2.1. Plan d'affaires du management 2014-2017

Le plan de développement « One Bull » (le « **plan d'affaires** ») présenté publiquement en janvier 2014 s'étend sur la période 2014-2017⁶³ (la « **période explicite** ») ; la durée de la période explicite s'établit donc à quatre années. Nous avons ajusté le plan d'affaires en y substituant pour la première année de prévisions le budget 2014, élaboré en avril 2014, qui nous a été transmis.

Le plan d'affaires, élaboré globalement en tenant compte d'un taux de change constant⁶⁴, met l'accent sur l'amélioration de la rentabilité, et non sur la croissance organique, avec l'objectif en 2017 d'une marge sur EBIT hors restructuration aux alentours de 7% et d'au moins 200 M€ de cash-flow opérationnel, avant prise en compte de l'impact des impôts et des coûts de restructuration.

Les principaux leviers évoqués sont :

- un plan d'économies de coûts ;
- une amélioration du *delivery* (montée en puissance des centres de services *offshore*) ;
- l'arrêt des activités peu rentables ;
- la montée en puissance des activités à forte valeur ajoutée.

⁶³ Le plan d'affaires auquel nous nous référons est celui présenté dans le cadre du plan « One Bull » présenté le 20 janvier 2014.

⁶⁴ Les principales transactions en devises sont relatives à des achats en US Dollar (USD) pour lesquels une parité € / USD a été fixée sur toute la durée du plan d'affaires à 1,33.

Ainsi, le plan d'affaires est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période (avec un saut de croissance de 7,7% entre 2016 et 2017, dernière année du plan) qui consacre un repositionnement du portefeuille d'activités :
 - l'arrêt de certaines activités à rentabilité déclinante avec le non renouvellement de contrats, notamment en achat/revente de matériel, la cession d'activités où Bull n'a pas atteint la taille critique et l'arrêt de l'activité dans les pays peu rentables. Ce recentrage dont le *timing* se situe principalement en 2015 pèsera sur la croissance organique avec une baisse de chiffre d'affaires en début de période du plan ;
 - le développement des activités centrées sur le *Cloud*, la sécurité et le *HPC/Big Data* générant un chiffre d'affaires additionnel lié aux nouvelles offres en 2017.
- un programme de réduction des coûts de structure à proportion de 30 M€ par an à l'horizon 2016 grâce à une simplification des structures autour de deux lignes métiers et une réorganisation commerciale et organisationnelle ;
- des coûts de restructuration liés au plan « One Bull » estimés à 55 M€ sur la période du plan ;
- des investissements, notamment en Recherche & Développement, soutenant l'innovation, en particulier sur les segments Sécurité et *Big Data* ;
- une faible variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) ;
- un *cash-flow* opérationnel⁶⁵ cumulé de l'ordre de 200 M€ sur l'ensemble de la période explicite.

Nous nous sommes assurés de la cohérence de l'évolution de l'effectif avec les prévisions du plan d'affaires.

Après examen des hypothèses d'exploitation à la base du plan de développement « One Bull » tel que présenté par le management, d'une part, et des conditions de réalisation du plan « Bullway » qui l'a précédé, d'autre part, nous avons pris en compte la capacité du management à réaliser ses objectifs dans l'environnement conjoncturel et concurrentiel actuel.

3.4.2.2. *Extrapolation du plan d'affaires jusqu'en 2020 et estimation de la valeur terminale*

Nous avons procédé à l'étirement du plan d'affaires 2014-2017 jusqu'à 2020 dans le but de tenir compte du modèle économique de Bull qui implique un horizon temporel de Recherche et Développement assez long avant la commercialisation des produits et services.

⁶⁵ Avant prise en compte des impôts et des coûts de restructuration.

La prolongation du plan d'affaires sur la période de transition 2018-2020 et la détermination de la valeur terminale ont été réalisées selon les hypothèses suivantes :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires annuelle tendant vers 2 %⁶⁶ en année terminale ;
- le maintien du taux d'EBIT hors restructuration à 7% du chiffre d'affaires affiché par le management dans le plan « One Bull » ;
- un niveau récurrent de coûts de restructuration estimé à 0,6%⁶⁷ du chiffre d'affaires,
- un niveau de dotations aux amortissements convergeant progressivement vers 2,5% du chiffre d'affaires en valeur terminale ;
- un taux d'investissement de 2,5% du chiffre d'affaires en référence à une activité moyennement capitalistique ;
- un niveau de BFR structurel de l'ordre de 4% du chiffre d'affaires basé sur l'analyse historique de cet agrégat sur l'historique 2008-2013 (§ 2.3.2.2) ;
- un taux d'impôt sur les sociétés normatif de 32% au regard du poids dans l'EBIT de chacun des pays au 31 décembre 2013 ; la valeur des économies d'impôt attachées aux déficits reportables existants a été estimée par ailleurs (§ 3.4.4).

3.4.3. Taux d'actualisation

Nous avons considéré que la valeur de la société n'est pas impactée par sa structure financière, l'économie d'impôts réalisée sur les charges d'intérêts étant compensée par les coûts, implicites ou explicites, attachés au recours à l'endettement (risque de défaut, risque de crédit,...). Le taux d'actualisation a ainsi été déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Afin de prendre en considération la diversité des activités de Bull, le taux d'actualisation a été estimé sur la base des betas désendettés des activités « Solutions et technologies informatiques » et « Sécurité » déterminés à partir d'un échantillon distinct de sociétés cotées considérées comme comparables pour chacune de ces activités, soit respectivement **0,95** et **0,83**, et pondérés par le poids⁶⁸ de chacune de ces activités dans la marge budgétée pour l'exercice 2014.

Sur cette base, le beta de l'actif économique moyen pondéré est estimé à **0,94**⁶⁹.

⁶⁶ Ce taux de croissance perpétuel de 2% est cohérent avec les hypothèses retenues par Bull dans les tests d'impairment (§ 3.1.6) et les anticipations de croissance sur la zone Europe (Global Insight, novembre 2013).

⁶⁷ 50% du taux de restructuration moyen sur chiffre d'affaires constaté au cours de la période 2008-2017.

⁶⁸ 88,5% pour l'activité « Solutions et technologies informatiques » et 11,5% pour l'activité « Sécurité ».

⁶⁹ $0,95 * 88,5\% + 0,83 * 11,5\%$.

Les autres éléments retenus pour la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de **2,24%** correspondant à la moyenne 12 mois des OAT 10 ans⁷⁰ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **6,76%**⁷¹ ;
- une prime de risque spécifique de l'ordre de **1%** afin de tenir compte des aléas d'exécution du plan d'affaires, tant en termes de croissance de l'activité que de niveau de profitabilité attendus à l'horizon 2017 ;
- une prime de risque au titre de la différence de taille entre Bull et les sociétés constituant l'échantillon des comparables estimée, par application des abaques Ibbotson, à **0,85%**⁷² en tenant compte des différences de capitalisations boursières entre les sociétés comparables retenues dans le panel « Solutions et technologies informatiques » et « Sécurité » (§ 3.5.2) et Bull.

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé à 10,44% arrondi à **10,5%**.

⁷⁰ Source : www.banque-france.fr

⁷¹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9%.

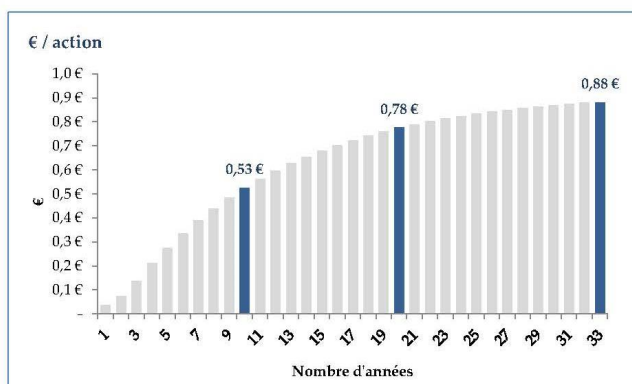
⁷² Ibbotson S&P, 2013 *Valuation Yearbook*.

3.4.4. Valorisation de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires

Sur la base des données prévisionnelles et du taux d'actualisation utilisés pour l'évaluation en DCF, après application d'une majoration de 2% afin de tenir compte du risque fiscal de ne pouvoir bénéficier indéfiniment de ces déficits⁷³, la valeur actualisée centrale de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires a été estimée à **112 M€** en tablant sur une imputation annuelle du déficit limitée à 50%⁷⁴ du résultat taxable⁷⁵.



L'impact en € / action en fonction du facteur temps, exprimé ci-dessous en nombre d'années d'apurement des déficits fiscaux, est le suivant :



⁷³ Ce risque se justifie notamment au vu du phénomène de concentration des sociétés technologiques, qui, si l'Offre n'était pas intervenue, aurait vraisemblablement entraîné, à plus ou moins brève échéance, la prise de contrôle de la Société et, dès lors, la remise en cause potentielle des reports déficitaires qui constituent un point d'attention particulier pour l'administration fiscale dans le cadre des opérations de rapprochement. On peut aussi craindre sur une longue période une remise en question totale ou partielle du caractère indéfini du report fiscal.

3.4.5. Synthèse de la valeur par le DCF

La valeur centrale des capitaux propres de Bull, après prise en compte de la valorisation des reports déficitaires (§ 3.4.4) et de l'endettement net (§ 3.1.9.1), est estimée à **545,2 M€** ; l'analyse de la sensibilité des capitaux propres de Bull conduit à une fourchette de valeurs comprise entre **501,4 M€** et **596,7 M€**.

Capitaux propres - après valorisation des reports déficitaires					
Croissance	WACC DCF				
	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	11,00%
1,00%	533,3	514,5	496,7	479,7	463,6
1,50%	559,6	539,1	519,7	501,4	484,0
2,00%	588,7	566,3	545,2	525,3	506,4
2,50%	621,3	596,7	573,5	551,8	531,2
3,00%	658,2	630,8	605,3	581,3	558,8

La valeur centrale de l'action Bull de **4,31 €** est comprise dans une fourchette de **3,96 €** et **4,71 €** dans la table de sensibilité suivante :

€/ action - après valorisation des reports déficitaires					
Croissance	WACC DCF				
	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	11,00%
1,00%	4,21	4,07	3,92	3,79	3,66
1,50%	4,42	4,26	4,11	3,96	3,82
2,00%	4,65	4,47	4,31	4,15	4,00
2,50%	4,91	4,71	4,53	4,36	4,20
3,00%	5,20	4,98	4,78	4,59	4,41

3.5. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre Bull par référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) d'un panel de comparables boursiers.

3.5.1. Étendue et composition de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées totalement comparables à Bull réunissant des caractéristiques strictement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zone géographique d'activité. Bon nombre de

⁷⁴ Par transposition de la disposition fiscale actuellement en vigueur en France, qui prévoit un report en avant plafonné à 1 million d'euros par exercice, majoré de 50 % de la fraction du bénéfice imposable annuel excédant ce plafond (article 24 de la loi de finances 2013).

⁷⁵ Résultat taxable = résultat d'exploitation minoré d'un coût financier fixe de 4 M€ estimé sur la base du résultat financier opérationnel moyen constaté historiquement.

compétiteurs sont soit des groupes de taille notoirement plus importante, notamment outre-Atlantique, soit des sociétés de petite taille spécialisées sur des niches.

Compte tenu de la diversité des activités exercées par Bull, nous avons constitué deux échantillons de sociétés cotées distincts pour valoriser, d'une part, l'activité « Solutions et technologies informatiques » regroupant les serveurs et supercalculateurs, les infrastructures, le *Cloud* et l'intégration et, d'autre part, l'activité « Sécurité numérique ». La présentation détaillée de ces deux échantillons figure en **annexe 8**.

3.5.1.1. Solutions et technologies informatiques

Nous avons constitué un panel étendu, composé de sociétés cotées évoluant dans le secteur des solutions et technologies informatiques au sens large⁷⁶. Nous observons qu'historiquement Bull affiche globalement un niveau de marge sur EBIT inférieur à celui des sociétés du panel, mais ambitionne de se positionner, avec un objectif de 7% de marge d'EBIT acté dans le plan de développement « One Bull » (§ 3.4.2.1), au même niveau que ses comparables sur les prochaines années (**annexe 7**).

Notre échantillon de comparables boursiers est le suivant :

Comparables - Solutions et technologies informatiques			
Société	Pays	Flottant	Capi. 1 mois (M€)
CAP GEMINI	France	90,9%	8 209
ATOS	France	77,8%	6 009
INDRA SISTEMAS SA	Espagne	62,7%	2 200
TIETO OYJ	Finlande	85,2%	1 452
SOPRA GROUP	France	58,5%	971
CRAY INC	Etats-Unis	95,0%	839
GROUPE STERIA SCA	France	91,1%	667
SUPER MICRO COMPUTER INC	Etats-Unis	77,0%	635
REPLY SPA	Italie	44,1%	588
NEURONES	France	29,0%	361
GFI INFORMATIQUE	France	43,6%	333
AUBAY	France	35,2%	152
DEVOTEAM SA	France	48,7%	149
AUSY	France	45,4%	132
Moyenne			1 621
Médiane			651

⁷⁶ Cet échantillon englobe les sociétés Cray et Super Micro Computer qui interviennent dans les activités de *Big Data* et *HPC* caractéristiques de Bull ; dans ces mêmes activités, la société Silicon Graphics, structurellement en pertes depuis de nombreuses années, n'a pu être retenue dans notre échantillon en l'absence de résultat d'exploitation positif anticipé à l'horizon 2014.

3.5.1.2. Sécurité

Nous avons retenu un panel large de sociétés composé de sociétés cotées évoluant dans le secteur des solutions informatiques dédiées à la sécurité, notamment dans les domaines de la défense et de l'armement. Nous observons que les taux de croissance de chiffre d'affaires ainsi que les marges de l'ensemble des sociétés composant cet échantillon sont plus dispersés que sur le segment « Solutions et technologies informatiques » ; le taux de marge d'EBIT observé sur l'échantillon s'élève en moyenne à 10% (**annexe 7**).

Notre échantillon de comparables boursiers est le suivant :

Comparables - Sécurité			
Société	Pays	Flottant	Capi. 1 mois (M€)
THALES SA	France	42,0%	9 234
L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS	Etats-Unis	89,1%	7 243
HARRIS CORP	Etats-Unis	99,7%	5 747
COBHAM PLC	Grande Bretagne	99,9%	4 056
EXELIS INC	Etats-Unis	98,8%	2 420
QINETIQ GROUP PLC	Grande Bretagne	94,1%	1 678
ULTRA ELECTRONICS HLDGS PLC	Grande Bretagne	95,8%	1 495
CACI INTERNATIONAL INC -CL A	Etats-Unis	98,8%	1 215
CUBIC CORP	Etats-Unis	75,5%	918
MANTECH INTERNATIONAL CORP-A	Etats-Unis	99,6%	806
KRATOS DEFENSE & SECURITY	Etats-Unis	78,0%	310
Moyenne			3 193
Médiane			1 678

3.5.2. Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous apparaît pas pertinent de valoriser Bull sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des entités comparables qui ne sont pas toutes françaises.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples médians VE/EBITDA et VE/EBIT pour 2014 et 2015 associés à la dette nette appréhendée au 30 juin 2014 (§ 3.1.9.2). L'homogénéité

des multiples des échantillons fait ressortir une moyenne relativement proche de la médiane.

Ne disposant pas, dans le plan d'affaires, de la répartition de l'EBITDA et de l'EBIT par activité pour 2014 et 2015, nous avons estimé un niveau de contribution de ces agrégats par activité à partir du budget 2014, en fonction du poids relatif dans le chiffre d'affaires 2014 budgété, que nous avons transposé aux agrégats 2015 du plan d'affaires.

Les multiples des échantillons « Solutions et technologies informatiques » et « Sécurité » sont présentés ci-après :

Solutions et technologies Informatiques				
Société	VE / EBITDA		VE / EBIT	
	2014e	2015e	2014e	2015e
CAP GEMINI	7,0x	6,4x	8,7x	7,9x
ATOS	5,4x	4,9x	8,1x	7,3x
INDRA SISTEMAS SA	8,9x	8,1x	11,1x	9,9x
TIETO OY J	7,0x	6,4x	10,3x	9,4x
SOPRA GROUP	8,4x	7,5x	9,7x	8,6x
CRAY INC	17,3x	10,9x	28,1x	17,0x
GROUPE STERIA SCA	5,8x	5,3x	8,2x	7,1x
SUPER MICRO COMPUTER INC	8,5x	10,3x	9,2x	6,8x
REPLY SPA	7,5x	6,3x	8,3x	6,8x
NEURONES	7,5x	7,4x	8,1x	7,9x
GFI INFORMATIQUE	6,7x	6,2x	7,6x	7,1x
AUBAY	7,3x	7,0x	7,7x	7,4x
DEVOTEAM SA	5,5x	4,5x	6,2x	5,7x
AUSY	7,2x	5,9x	7,6x	6,1x
Moyenne	7,8x	6,9x	9,9x	8,2x
Médiane	7,3x	6,4x	8,2x	7,3x

Société	Sécurité			
	VE / EBITDA		VE / EBIT	
	2014e	2015e	2014e	2015e
THALES SA	5,3x	5,1x	7,2x	6,8x
L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS	8,8x	8,7x	10,4x	10,1x
HARRIS CORP	8,5x	8,6x	10,6x	10,5x
COBHAM PLC	9,5x	8,5x	12,7x	11,0x
EXELIS INC	5,9x	5,7x	7,1x	7,0x
QINETIQ GROUP PLC	9,5x	9,7x	11,4x	11,8x
ULTRA ELECTRONICS HLDGS PLC	8,9x	8,7x	10,1x	9,7x
GACI INTERNATIONAL INC-CL A	6,9x	6,5x	8,7x	8,1x
CUBIC CORP	8,9x	8,0x	11,8x	10,4x
MANTECH INTERNATIONAL CORP-A	8,0x	7,8x	10,6x	9,9x
KRATOS DEFENSE & SECURITY	10,4x	9,4x	25,1x	15,0x
Moyenne	8,2x	7,9x	11,4x	10,0x
Médiane	8,8x	8,5x	10,6x	10,1x

Afin de déterminer les ratios VE/EBITDA et VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous avons retenu :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne 1 mois⁷⁷, l'endettement net s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA et d'EBIT⁷⁸, sur l'ensemble du panel, issues de consensus d'analystes.

Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous n'avons pas tenu compte, dans nos travaux, d'une éventuelle décote de taille qui pourrait trouver à s'appliquer, au regard d'une sélection de comparables majoritairement plus importants que Bull.

3.5.3. Synthèse

Avec l'application des multiples médians aux agrégats prévisionnels 2014 et 2015 respectifs des activités « Solutions et technologies informatiques » et « Sécurité », hors impact de la restructuration, et sous déduction de l'endettement net incluant l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires (§ 3.1.9.2), la valeur du titre Bull se situe dans une fourchette comprise entre **3,83 €** et **4,97 €**.

⁷⁷ Au 23 mai 2014.

⁷⁸ Au titre de 2014 et 2015.

	VE/ EBITDA		VE/ EBIT	
	2014	2015	2014	2015
<u>Solutions et technologies informatiques</u>				
Multiples médians	7,3x	6,4x	8,2x	7,3x
Agrégats Bull	68	80	47	58
VE - Solutions et technologies Informatiques	494	513	391	429
<u>Sécurité</u>				
Multiples médians	8,8x	8,5x	10,6x	10,1x
Agrégats Bull	9	11	6	9
VE - Sécurité	80	91	68	87
Valeur d'entreprise	574	604	460	516
Trésorerie nette	25	25	25	25
Valeur des fonds propres	599	629	485	541
Nombre d'actions	127	127	127	127
Valeur par action en €	4,73 €	4,97 €	3,83 €	4,28 €

Les valeurs sont présentées ci-dessus avant prise en compte de toute décote susceptible de s'appliquer au regard de la taille des sociétés composant nos échantillons de comparables ; elles intègrent en outre par construction une économie fiscale de **0,88 €** par action attachée à la consommation de l'ensemble des reports déficitaires (§ 3.4.4).

Pour ces raisons techniques, les valeurs obtenues selon les multiples boursiers se situent en haut de fourchette.

La réitération de la valorisation analogique sur la base des cours de bourse des comparables postérieurs à la date d'annonce ne modifie pas la fourchette de valorisation.

3.6. Valorisation analogique par les transactions comparables

3.6.1. Transactions externes

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre Bull par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur.

Nous avons appliqué une méthode similaire à celle développée dans l'évaluation par les multiples boursiers (§ 3.5) en constituant deux échantillons de transactions, l'un pour l'activité « Solutions et technologies informatiques », l'autre pour l'activité « Sécurité numérique ».

Nous avons également retenu les multiples de VE/EBITDA et VE/EBIT. Afin de déterminer l'EBIT et l'EBITDA 2013 par activité de Bull, nous avons réparti les coûts fonctionnels et transverses (situés en dessous de la marge contributive) au *prorata* du chiffre d'affaires 2013 de chacune d'entre elles. Nous avons minoré l'EBITDA et l'EBIT

de 2013 à concurrence de 10 M€ correspondant à des éléments non récurrents, sur les indications du management de Bull.

3.6.1.1. Solutions et technologies informatiques

Pour l'activité « Solutions et technologies informatiques », nous avons recensé les transactions suivantes dans le secteur des solutions informatiques au sens large, parmi lesquelles nous avons isolé l'offre publique d'échange initiée par Sopra visant les actions Steria, actuellement en cours.

Transactions comparables - Solutions et technologies informatiques					
Date	Société cible	Pays	Acquéreur	VE/EBITDA	VE/EBIT
juin-14	Steria	France	Sopra	6,8x	17,7x
mars-13	Xyratex Ltd	Grande-Bretagne	Seagate Technology LLC	16,2x	n.a.
sept-13	Aedian	France	Aubay	18,1x	n.a.
juil-13	GFI Informatique	France	Itefin Participations	10,8x	11,5x
nov-13	Osiatis	France	Econocom Group	6,3x	8,0x
oct-13	Backup Technology Limited	Grande-Bretagne	lomart Group Plc	9,3x	n.a.
mars-13	Northgate Managed Services Ltd	Grande-Bretagne	Capita Plc	1,7x	5,0x
avr-13	Sigma AB	Suède	Danir	6,3x	6,9x
août-12	Logica Plc	Grande-Bretagne	CGI Group Inc	6,6x	9,3x
janv-12	SiGrade S.p.a	Italie	Cedacri s.p.a.	3,3x	7,9x
Médiane (hors Steria)				6,6x	7,9x

3.6.1.2. Sécurité

Pour l'activité « Sécurité », nous avons recensé les transactions suivantes dans les domaines de la sécurité informatique :

Transactions comparables - Sécurité					
Date	Société cible	Pays	Acquéreur	VE/EBITDA	VE/EBIT
oct-13	Parvus Corporation	Etats-Unis	Curtiss-Wright Corporation	7,6x	14,9x
avr-13	Arkoon Network Security SA	France	Cassidian CyberSecurity	6,4x	na
févr-13	Webscreen Systems Limited	Grande-Bretagne	Juniper Networks, Inc.	18,4x	22,8x
mai-11	Coromatic Group	Suède	EQT Expansion Capital II	9,0x	16,2x
mars-11	Accumuli Security Services Limited	Grande-Bretagne	Accumuli Plc	10,2x	13,9x
janv-11	Norkom Group Plc	Irlande	BAE Systems Plc	19,7x	25,7x
Médiane				9,6x	16,2x

3.6.2. Synthèse

L'hétérogénéité des multiples transactionnels nous conduit à relativiser la portée des résultats qui en découlent, en raison principalement :

- des disparités de taille des opérations et de degré de maturité de certaines cibles par rapport à Bull ;
- de l'application de ces multiples à des agrégats de Bull se rapportant à 2013, qui s'inscrivent en net retrait par rapport aux perspectives d'évolution du plan « One Bull » ;

L'approche analogique par somme des parties décrite ci-dessus conduit à une fourchette de valeurs par action comprise entre **2,62 € et 3,30 €**.

	VE / EBITDA	VE / EBIT
	2013	2013
<u>Solutions et technologies informatiques</u>		
Multiples médians	6,6x	7,9x
Agrégats Bull	51	31
VE - Solutions et technologies informatiques	334	248
<u>Sécurité</u>		
Multiples médians	9,6x	16,2x
Agrégats Bull	6	4
VE - Sécurité	58	58
Valeur d'entreprise	393	306
Trésorerie nette	25	25
Valeur des fonds propres	418	331
Nombre d'actions	127	127
Valeur par action en €	3,30 €	2,62 €

3.7. Acquisitions antérieures

Parmi les acquisitions les plus récentes au sein du Groupe, nous avons retenu, à titre de recoupement, la transaction portant sur Fastconnect en 2013 (§ 2.3.2.1).

Sur la base des informations dont nous disposons, les multiples d'acquisition de la société Fastconnect, positionnée sur l'activité « Solutions et technologies informatiques », exprimés en VE/EBITDA et VE/EBIT, extériorisent par transparence une valeur unitaire du titre Bull en retrait par rapport au prix d'Offre de 4,90 €.

3.8. Synthèse de la valorisation multicritères du titre Bull

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritères sont résumées ci-dessous :

Synthèse Bull	Valeur de l'action			Prime/Décote induite		
	Bas	Median	Haut	Bas	Median	Haut
Prix de l'offre		4,90 €				
Cours - Spot au 23/05/2014		4,01 €			22,2%	
Cours - Moyenne 1 mois		3,92 €			25,0%	
Cours - Moyenne 3 mois		3,77 €			29,9%	
Cours - Moyenne 6 mois		3,66 €			33,8%	
Cours - Moyenne 12 mois		3,18 €			54,0%	
Objectif de cours		4,69 €			4,6%	
Approche DCF		4,31 €			13,8%	
Multiples boursiers	3,83 €	4,40 €	4,97 €	27,9%	11,4%	(1,4%)
Multiples de transactions	2,62 €	2,96 €	3,30 €	87,3%	65,7%	48,5%

3.9. Quote-part de synergies imputables à Bull

Dans les prévisions de synergies de 80 M€ présentées par Atos à l'annonce du projet de rapprochement avec Bull, la première tranche de 30 M€ correspond au programme de réduction de coûts de structure prévu par Bull dans le plan de développement « One Bull » ; Atos considère en effet que ces économies de coûts ne pourront être implémentées au sein de Bull qu'avec son concours et les intègre donc dans l'évaluation des synergies. Par construction, l'impact de ces 30 M€ est déjà appréhendé par le management de Bull dans son plan d'affaires et, dès lors, dans notre évaluation en DCF (§ 1.2).

A l'issue d'une analyse menée en relation avec nos interlocuteurs chez Atos, nous avons réparti entre l'Initiateur et la Cible le solde de 50 M€ de synergies restantes, représentatives d'économies de coûts de structure (30 M€) et d'économies d'échelle (20 M€), en fonction du poids relatif du chiffre d'affaires de Bull et d'Atos constaté au cours des deux derniers exercices clos ; la part annuelle revenant à Bull n'a pu être estimée que de manière théorique à 13%, soit 6,5 M€⁷⁹. La réalisation de l'ensemble de ces synergies à hauteur de 50 M€ nécessite l'engagement de coûts d'implémentation estimés par l'Initiateur à 45 M€ sur une durée de deux ans (§ 1.2), que nous avons également proratisés à 13%.

⁷⁹ 50 M€ * 13%.

En tablant sur la pérennité de ce volant de synergies imputables à Bull, du plan de coûts associés et du taux d'actualisation retenu pour l'action Bull, la valeur centrale des synergies est estimée à 38,5 M€.

Synergies					
Prorata	WACC				
	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	11,00%
11,00%	34,4	33,5	32,6	31,8	31,0
12,00%	37,5	36,5	35,6	34,7	33,8
13,00%	40,6	39,6	38,5	37,6	36,6
14,00%	43,8	42,6	41,5	40,5	39,5
15,00%	46,9	45,6	44,5	43,4	42,3

L'incidence des synergies imputables à Bull est ainsi évaluée à 0,30 € par action⁸⁰, dont l'analyse de la sensibilité au taux d'actualisation et à une contribution de Bull comprise entre 11% et 15% est la suivante :

€/ action - Synergies					
Prorata	WACC				
	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	11,00%
11,00%	0,27	0,26	0,26	0,25	0,24
12,00%	0,30	0,29	0,28	0,27	0,27
13,00%	0,32	0,31	0,30	0,30	0,29
14,00%	0,35	0,34	0,33	0,32	0,31
15,00%	0,37	0,36	0,35	0,34	0,33

Ce volant de synergies ne peut naturellement être pris en compte que dans un contexte où le rapprochement entre Bull et Atos sera effectif.

⁸⁰ Nous ne disposons pas des informations nous permettant de déterminer l'effet des synergies sur le bénéfice par action de Bull.

4. EVALUATION DE L'OCEANE

Suite à l'Assemblée générale des porteurs de décembre 2003⁸¹, les caractéristiques de l'émission du 3 mai 2000, portant sur 11.495.396 OCEANE⁸², ont été modifiées. Les nouvelles dispositions prévoient que les OCEANE, d'une valeur nominale unitaire de 15,75 €, à échéance au 1^{er} janvier 2033, portent intérêt au taux annuel de 0,1% et sont convertibles à tout moment sur la base d'un ratio de conversion de 0,1 correspondant à une action pour 10 OCEANE.

A la suite d'une offre publique d'échange simplifiée en date de 2004⁸³ ayant visé les OCEANE, leur nombre a été réduit dans des proportions telles qu'il ne subsiste plus à ce jour que 58.629 OCEANE en circulation, qui donneraient droit, après conversion, à 5.862 actions de 0,10 € de nominal.

Nous présentons, ci-après, les méthodes écartées et la méthode finalement retenue pour l'évaluation de l'OCEANE.

4.1. Méthodes écartées

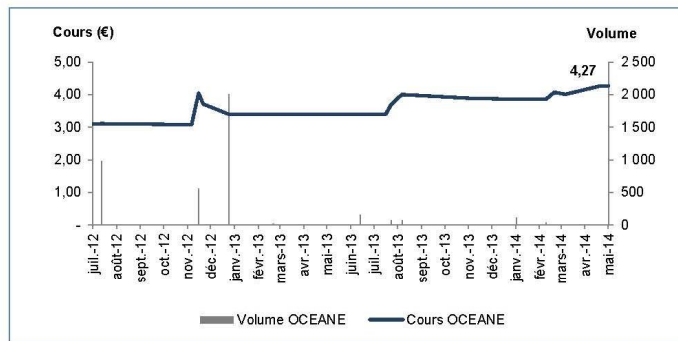
4.1.1. Référence au cours de bourse

Au regard de la faiblesse des volumes échangés sur les 24 derniers mois, nous n'avons pas considéré la référence au cours de bourse comme pertinente pour la valorisation de l'OCEANE ; le dernier échange antérieur à l'annonce de l'Offre est intervenu le 13 mai 2014 à 4,27 €.

⁸¹ Source : projets de textes des résolutions de l'Assemblée générale des obligataires du 11 décembre 2003 ayant modifié les termes et conditions des OCEANE et avis de convocation des porteurs d'OCEANE en Assemblée générale du 11 décembre 2003.

⁸² Source : note d'opération définitive au titre de l'émission et de l'admission à la cote du Premier Marché de PARISBOURSE SA d'un emprunt de 157.437.000 € représenté par des OCEANE (visa COB n° 00-700 du 4 mai 2000) ; le montant nominal de l'emprunt était susceptible d'être porté à 181.052.550 € correspondant au nombre d'OCEANE émises (11.495.396) pondéré par le prix d'émission (15,75 €).

⁸³ Source : note d'information relative à l'offre publique d'échange simplifiée visant les OCEANE Bull 2000/2005 (visa AMF n°04-576 du 9 juin 2004).



4.1.2. Prix de remboursement anticipé

La documentation relative aux OCEANE ne prévoit pas de clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle.

4.1.3. Valeur de conversion

La valeur de conversion qui consiste à valoriser l'OCEANE sur la base du cours de bourse de Bull et du prix d'Offre n'a pas été retenue ; les OCEANE étant en dehors de la monnaie, leur conversion actuelle en actions reste très peu probable.

A titre d'information, sur la base d'un cours de bourse Bull avant annonce de l'Offre de 4,01 € (§ 3.3.1) et d'un prix d'Offre de 4,90 €, la valeur de l'OCEANE par transparence s'établirait respectivement, sur la base du ratio de conversion de 0,1, à 0,40 € et 0,49 €.

4.2. Méthode retenue : valeur théorique de l'OCEANE

La valeur théorique de l'OCEANE est constituée d'une composante obligataire (valeur nue) et d'une composante optionnelle (valeur de l'option de conversion).

La valeur de l'obligation nue (valeur intrinsèque) a été appréhendée selon une approche actuarielle traditionnelle sur la base d'un taux sans risque de 2,24% et d'un *spread* de crédit de 395 bps⁸⁴ intégrant un risque de défaut.

Ainsi, la valeur intrinsèque de l'OCEANE ressort à **5,33 €**.

La valeur optionnelle du produit hybride a été appréciée par un modèle de type Black & Scholes, calant la valeur du sous-jacent sur le prix d'Offre afin d'extérioriser un maximum de valeur pour l'OCEANE.

Les hypothèses suivantes ont été retenues :

- taux sans risque de 2,24%⁸⁵ ;
- coût de refinancement (taux de repo) de 300 bps⁸⁶ ;
- valeur du sous-jacent alignée sur le prix d'Offre de 4,90 € ;
- volatilité de l'action Bull de 30,13%⁸⁷ ;
- prix d'exercice 15,75 € ;
- ratio de conversion : 0,1⁸⁸.

Selon ces hypothèses, la valeur théorique d'une OCEANE ressort autour de **5,35 €**, soit une prime extériorisée de 3,7 % par le prix d'Offre de **5,55 €**.

⁸⁴ En l'absence de notation de la société Bull, nous avons retenu un taux *high yield* (source : Credit Suisse, *Credit Suisse Western European High Yield Index*).

⁸⁵ Source : Bloomberg – moyenne 6 mois des OAT 10 ans.

⁸⁶ SFEV – Note de travail sur l'évaluation des BSAAR (2010), p. 10 :

« Le « marché », et en particulier les opérateurs sur les marchés primaire ou secondaire des obligations convertibles utilisent donc des forfaits allant de 1% pour les sociétés les plus importantes et dont les actions sont les plus liquides [...], à 5% pour les sociétés dont le flottant, la liquidité et la taille sont extrêmement réduits. ». [En ligne], http://www.sfev.org/public/Documents%20SFEV/Sfev_Bsaar.pdf

⁸⁷ Volatilité de l'action observée sur 1 an et s'inscrivant dans la fourchette de volatilité des comparables (entre 27,7% et 31,5%) – Source : Bloomberg.

⁸⁸ Sur la base d'un ratio d'échange de 10 OCEANE pour une action Bull.

4.3. Conclusion

Nous estimons que le prix par OCEANE de 5,55 € offert par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre n'induit pas de rupture d'égalité de traitement avec les porteurs d'actions car ce prix, en toute hypothèse, fait ressortir une prime, notamment sur la fourchette d'évaluation théorique de l'OCEANE, dont la liquidité s'avère par ailleurs restreinte.

5. ANALYSE DES ACCORDS CONCLUS OU À CONCLURE DANS LE CADRE DE L'OFFRE

L'examen des engagements d'apport à l'Offre et de la convention de prestations de services entre Crescendo Industries et Atos (§ 1.7) appelle de notre part les commentaires suivants, sachant qu'il nous a été confirmé qu'aucun autre accord n'avait été ou ne serait conclu dans le cadre de l'Offre.

5.1. Engagements d'apport

Nous relevons dans les engagements d'apport à l'Offre souscrits par Crescendo Industries et Pothar Investments⁸⁹ l'existence d'une clause de résiliation de plein droit de l'engagement dans le cas où les deux conditions cumulatives suivantes seraient réunies :

- (i) une offre publique concurrente déposée par un tiers agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce est déclarée conforme par l'AMF ;
- (ii) l'Initiateur n'a pas surenchéri sur les termes de l'Offre ou y aurait renoncé, conformément à l'article 232-11 du Règlement Général de l'AMF⁹⁰.

En pareilles circonstances, l'actionnaire aura la faculté d'apporter ses actions à l'offre concurrente et, dans cette hypothèse, sera redevable d'une indemnité de rupture égale à la moitié du montant de la différence entre le prix par action de l'offre concurrente et le prix d'Offre de 4,90 €, multipliée par le nombre d'actions détenues par l'actionnaire.

⁸⁹ En article 2 des engagements d'apport à l'Offre.

⁹⁰ Article 232-11 du règlement général de l'AMF : « L'initiateur peut renoncer à son offre publique dans le délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication. L'initiateur peut également renoncer à son offre si l'offre devient sans objet, ou si la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3. ».

L'engagement sera caduc automatiquement et de plein droit, et sans autre formalité dans les trois cas suivants⁹¹ :

- (i) l'Offre n'a pas été déposée au plus tard par l'Initiateur le 9 juin 2014⁹² ;
- (ii) l'Offre est déclarée non conforme par l'AMF ;
- (iii) l'Offre est caduque ou ne connaît pas de suite positive au plus tard le 31 décembre 2014 ou l'Initiateur renonce à son offre conformément à l'article 232-11 du Règlement Général de l'AMF suscitée.

Nous n'avons pas identifié, à l'examen de ces dispositions, d'élément de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix d'Offre de 4,90 € par action et de 5,55 € par OCEANE.

Pour mémoire, l'engagement d'apport à l'Offre de Crescendo Industries (« l'Apporteur ») se distingue de celui de Pothar Investments par les deux clauses suivantes⁹³ :

- l'engagement de l'Apporteur, sous réserve de l'accord de Bull, à faire le nécessaire pour résilier, avec effet immédiat à la date de règlement-livraison de l'Offre, sous condition suspensive du succès de l'Offre, l'accord de gouvernance du 18 janvier 2010 et à ne pas se prévaloir de toute stipulation susceptible de porter atteinte au succès de l'Offre jusqu'à la date la plus proche entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date de caducité évoquée *supra* ;
- l'engagement de l'Apporteur à démissionner de son poste d'administrateur de la Société et à faire le nécessaire pour obtenir la démission des administrateurs de Bull nommés sur proposition de l'apporteur ou liés à l'apporteur en qualité de dirigeants ou d'actionnaires.

Après avoir pris connaissance de l'accord de gouvernance du 18 janvier 2010, nous n'avons pas d'observation à formuler sur les deux clauses susmentionnées.

Les engagements d'apport à l'Offre de Crescendo Industries et de Pothar Investments font référence au contrat de prestations de services à conclure postérieurement à l'Offre entre Crescendo Industries et Atos commenté *infra* (§ 5.2) ; il nous a été confirmé par Atos que Pothar Investments ne prendrait pas part à ce contrat de prestations de services.

⁹¹ En article 8 des engagements d'apport à l'Offre.

⁹² Cette disposition ne trouve *de facto* plus à s'appliquer à ce jour, compte tenu du dépôt de l'Offre par l'Initiateur en date du 6 juin 2014.

⁹³ En article 1.5 et en article 1.6 de l'engagement d'apport à l'Offre de Crescendo Industries.

5.2. Convention de prestations de services entre Crescendo Industries et Atos

Comme mentionné en préambule (§ 1.7.2), l'Initiateur a tenu à s'attacher les compétences de M. Philippe Vannier au sein de Crescendo Industries au cours des trois prochaines années, pendant une phase de transition managériale au cours de laquelle M. Philippe Vannier, s'appuyant sur les ressources dont dispose Crescendo Industries, se consacrerait plus particulièrement, parmi les prestations mentionnées dans la convention⁹⁴, au développement des activités Sécurité et *Big Data* du nouvel ensemble.

La conclusion de cette convention de prestations de services est conditionnée par le succès de l'OPA ; sa durée de 36 mois pourra être prorogée par tacite reconduction, étant observé qu'Atos dispose de la faculté de résilier le contrat à tout moment et sans indemnité, en cas d'exécution insatisfaisante des prestations de services par le prestataire, sous réserve du respect d'un préavis de 3 mois.

En contrepartie de la réalisation des prestations définies dans la convention, Crescendo Industries percevra un honoraire fixe (honaire forfaitaire) et un honoraire annuel variable en fonction de l'atteinte de performances semestrielles qui seront définies annuellement par Atos en concertation avec Crescendo Industries, et sous condition d'une limite de temps à consacrer personnellement par M. Philippe Vannier exprimée en nombre de jours par an.

Nous avons apprécié la rémunération à percevoir par Crescendo Industries au titre de l'honoraire forfaitaire et de l'honoraire annuel variable, d'une part, en questionnant nos interlocuteurs au sein de Bull et d'Atos et leurs conseils sur le principe de cette rémunération et, d'autre part, en la comparant avec les rémunérations versées par Bull à M. Philippe Vannier depuis sa prise de fonctions en 2010 au sein du Groupe, et les rémunérations allouées par Atos à des managers de même rang ; nous sommes d'avis que la rémunération à percevoir par Crescendo Industries ne constitue pas un avantage accordé à M. Philippe Vannier au travers de Crescendo Industries.

A l'issue de nos diligences, nous considérons que la rémunération de Crescendo Industries au titre du contrat de prestations de services à conclure avec Atos postérieurement à l'Offre n'a pas d'incidence sur l'appréciation du prix d'Offre de 4,90 € par action et de 5,55 € par OCEANE.

⁹⁴ Prestations en matière commerciale, prestations relatives à l'intégration et au développement des activités sécurité, prestations techniques et prestations générales.

6. OBSERVATIONS SUR LES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation de l'action et de l'OCEANE réalisés par Rothschild.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont globalement comparables à celles auxquelles a eu recours l'établissement présentateur.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par Rothschild les principaux points suivants.

6.1. Valorisation de l'action

6.1.1. Endettement net

Rothschild a retenu le même endettement net de 100,4 M€ en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique, alors que nous l'avons différencié, décote certains actifs que nous avons considérés comme totalement liquides en DCF, et n'a pas considéré comme décaissables certaines provisions; nous faisons en outre apparaître dans l'endettement net le flux du premier semestre 2014 ainsi que l'impact de la levée des *stock-options* sur des actions nouvelles au cours de cette même période (§ 3.1.9.1).

La réconciliation entre la trésorerie nette en DCF de l'établissement présentateur et la nôtre se structure comme suit :

Réconciliation trésorerie nette	
(en millions d'euros)	
Trésorerie nette Rothschild	(100,4)
Intérêts minoritaires	(0,9)
Autres provisions nettes d'impôts différés	(26,9)
Autres actifs liquides	22,3
Cash flow - S1 2014	7,2
Exercice stock options - S1 2014	1,9
Trésorerie nette - DCF	(96,8)

Nous avons par ailleurs intégré en valorisation analogique l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires.

6.1.2. Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie met principalement en exergue les divergences suivantes entre Rothschild et Ledouble :

- l'établissement présentateur tient compte de deux plans d'affaires et en déduit une valeur intrinsèque intermédiaire correspondant à une moyenne entre les valorisations issues de ces deux plans.
 - le premier fait référence aux éléments du plan d'affaires « One Bull » auxquels Rothschild a eu accès, ajusté sur la période de transition 2018 – 2020 selon des hypothèses plus prudentes que celles que nous retenons, dans la mesure où l'hypothèse de croissance est ramenée au taux normatif de 2,5% dès 2017 ;
 - le second a été élaboré par le management d'Atos sur des projections de croissance et de marge par activité à partir de données 2013, qui aboutissent à un *trend* de rentabilité et de *cash-flow opérationnels* se situant en-deçà de celui induit par le plan « One Bull ».
- le taux d'actualisation de 10,1% retenu par Rothschild repose sur une moyenne entre un taux propre à Bull (11%) et un taux correspondant à la moyenne pondérée des taux d'actualisation entre les deux activités « Solutions et technologies informatiques » (9,1%) et « Sécurité » (9,2%), soit 9,1%. Dans le calcul de notre taux d'actualisation de 10,5%, nous nous sommes référés à une moyenne des betas pondérée par le poids de ces deux activités dans la marge budgétée pour 2014.
- nous retenons un taux de croissance à l'infini de 2%, après un saut de croissance entre 2017 et 2016 de 8,5% ramené progressivement à ce taux normatif, contre 2,5% pour Rothschild, qui reconduit ce taux de façon constante dès 2017 dans le plan « One Bull » ajusté comme indiqué *supra*, et à compter de 2018 dans le plan élaboré par le management d'Atos.
- l'établissement présentateur a tenu compte de la première tranche de synergies de 30 M€ provenant de l'accélération du plan « One Bull » ; les synergies additionnelles ont été allouées à Bull sur la base d'un taux compris entre 6% et 21%⁹⁵. Le risque d'exécution lié à la mise en place de ces synergies a été pris en considération par Rothschild au travers d'une majoration du taux d'actualisation (+200bp), que nous n'avons pas appliquée⁹⁶. Nous retenons les

⁹⁵ Le poids relatif de Bull et d'Atos, apprécié selon les critères suivants, a été déterminé par Rothschild au titre de 2013 : chiffre d'affaires, marge opérationnelle et frais de vente, frais généraux et administratifs ; en définitive, le milieu de la fourchette de 6% à 21% correspond approximativement à la clé de répartition de 13% par le chiffre d'affaires de 2012 et 2013 que nous avons retenue.

⁹⁶ Compte tenu de la prime de 1% déjà intégrée dans le taux d'actualisation que nous avons retenu en DCF.

synergies inhérentes au plan « One Bull » à hauteur de 30 M€ et avons alloué à Bull les synergies additionnelles avec une clé de répartition de 13% se fondant sur le poids du chiffre d'affaires de Bull en 2012 et 2013 en comparaison de celui d'Atos.

Notre raisonnement sur l'utilisation des reports déficitaires a été conduit en *stand alone*, sur la base d'une consommation globale de ces déficits, en tenant compte du risque de ne pouvoir imputer à l'euro / l'euro la totalité de ces déficits fiscaux sur plus de trente ans (§ 3.4.4) ; nous avons majoré à ce titre le taux d'actualisation utilisé en DCF de 2% pour valoriser l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires. Cet aléa a été appréhendé par Rothschild *via* une réduction de la base de déficits reportables de 1,9 Md€ à 1,2 Md€.

6.1.3. Valorisation analogique par les multiples boursiers

La confrontation de la valorisation de Rothschild et Ledouble par les comparables boursiers appelle un commentaire sur l'échantillon retenu pour les deux activités « Solutions et technologies informatiques » et « Sécurité », étant observé que notre panel de comparables boursiers englobe celui de Rothschild.

- Pour l'activité « Solutions et technologies informatiques », l'établissement présentateur s'est porté sur un échantillon de cinq sociétés comparables : Cap Gemini, Atos, Indra Sistemas, Tieto Oyj et Sopra. Nous avons cependant retenu un échantillon plus large en y intégrant notamment des sociétés françaises, dans la mesure où Bull réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires dans l'hexagone, ainsi que des sociétés intervenant dans les activités *Big Data* et *HPC* caractéristiques de Bull : Cray et Super Micro Computer.
- Pour l'activité « Sécurité », nous avons également élargi l'échantillon de l'établissement présentateur à des sociétés américaines spécialisées dans les logiciels de sécurité pour les gouvernements (Kratos Defense & Security et Mantech International Corp.) et au français Thalès. Nos comparables « Sécurité » nous paraissent ainsi plus proches de la cyber-sécurité.

Nous avons appliqué sur 2014 et 2015 des multiples de valorisation relativement proches mais, à la différence de Rothschild qui au final retient des moyennes, nous avons calculé des médianes, afin de pondérer l'incidence des quelques extrêmes.

Les valorisations de l'établissement présentateur sont obtenues à partir du plan d'affaires « One Bull » ajusté et du plan d'affaires élaboré par Atos évoqués *supra* (§ 6.1.2) ; il s'en dégage une valorisation finale équilibrant les valeurs obtenues par les agrégats de ces deux plans d'affaires.

6.1.4. Valorisation analogique par les transactions comparables

Nous nous sommes référés à des transactions dans l'ensemble comparativement plus récentes que celles de l'établissement présentateur, à la fois sur les solutions et technologies informatiques et la sécurité.

6.1.5. Synthèse sur la valorisation du titre Bull

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'établissement présentateur est présentée ci-après ; notre valorisation analogique intègre la valorisation de l'économie d'impôt attachée aux déficits fiscaux, tirant l'évaluation à la hausse par rapport à celle de l'établissement présentateur :

	Ledouble			Rothschild		
	Bas	Median	Haut	Bas	Median	Haut
Cours de bourse	3,18 €		4,01 €	3,18 €		4,01 €
Objectif de cours		4,69 €			4,40 €	
Approche DCF		4,31 €		2,78 €		3,32 €
Multiples boursiers	3,83 €		4,97 €	2,75 €		4,29 €
Multiples de transactions	2,62 €		3,30 €	2,48 €		4,50 €

6.2. Valorisation de l'OCEANE

Pour l'évaluation de l'OCEANE, l'établissement présentateur a exposé trois méthodes de valorisation :

Valorisation OCEANE		
Critère	Ledouble	Rothschild
Valeur de conversion en cas d'offre publique	0,49	0,49
Cours de bourse		
Dernier cours disponible au 23 mai 2014	non retenu	4,27
Cours le plus bas sur 3 ans	non retenu	3,02
Cours le plus haut sur 3 ans	non retenu	4,27
Valeur théorique		
Valeur a un cours de l'action sous-jacente à 4,01€	non retenu	5,07
Valeur a un cours de l'action sous-jacente à 4,90€	5,35	5,05

Rothschild souligne toutefois le caractère peu pertinent de la référence au cours de bourse du fait de la faible liquidité des OCEANE.

Ainsi, outre la référence à la valeur de conversion en cas d'offre publique, l'établissement présentateur a appréhendé la valeur théorique de l'OCEANE, dans une fourchette de 5,05 € à 5,07 €.

La différence entre notre valorisation théorique de 5,35 € et celle de l'établissement présentateur s'explique par :

- de légères dissemblances dans le choix des hypothèses : taux sans risque, volatilité de l'action Bull et *spread* de crédit ;
- des périodes d'actualisation quelque peu différentes ;
- une approche différente du coût de refinancement (taux de repo).

7. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre visé par l'Offre, nous retenons que le prix d'Offre de **4,90 €** :

- extériorise une prime systématique sur l'ensemble des critères d'évaluation, en particulier le cours de bourse, quelle que soit la période de référence depuis 12 mois ;
- n'est pas affecté par les engagements d'apport à l'Offre de Crescendo Industries et Pothar Investments, ni par le contrat de prestations de services à conclure entre Crescendo Industries et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé de **4,90 €** est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte.

A l'issue de nos travaux de valorisation de l'OCEANE également visée par l'Offre, nous retenons que le prix d'Offre de **5,55 €** permet aux porteurs de renouer avec une liquidité sur l'OCEANE et ne crée pas de rupture d'égalité de traitement avec les porteurs d'actions, au vu de la prime offerte, en toute hypothèse, sur cet instrument.

Fait à Paris, le 13 juin 2014

LEDOUBLE

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

ANNEXES

- | | |
|---|----------|
| • Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert | Annexe 1 |
| • Principales étapes de l'expertise | Annexe 2 |
| • Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert | Annexe 3 |
| • Principales sources d'information exploitées | Annexe 4 |
| • Composition de l'équipe Ledouble | Annexe 5 |
| • Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble | Annexe 6 |
| • Profitabilité historique et prévisionnelle de Bull et des comparables boursiers | Annexe 7 |
| • Présentation des comparables boursiers | Annexe 8 |

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Etude de l'évolution historique du titre de la Société
- Entretiens avec le management, l'établissement présentateur et les conseils

2. Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe au travers des décisions d'Assemblées et des Conseils d'administration de la Société
- Constitution d'un panel de comparables boursiers et transactionnels
- Requêtes documentaires
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Approches d'évaluation multicritères du titre
- Approches d'évaluation multicritères de l'OCEANE

3. Rapport d'expertise indépendante

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une lettre de mission
- Proposition de lettre d'affirmation au management de la Société et de l'Initiateur
- Rédaction de l'attestation d'équité
- Administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de l'expert en date du 28 mai 2014 portant sur la présente Offre s'établit entre 200.000 et 220.000 € (hors taxes).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

⇒ **Semaine du 19 mai au 25 mai :**

- Contacts préalables
- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'administration de Bull
- Exploitation des informations publiques disponibles
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données

⇒ **Semaine du 26 mai au 1^{er} juin :**

- Proposition de lettre de mission
- Requêtes documentaires
- Contacts, réunions et entretiens avec l'établissement présentateur
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Constitution d'un panel de comparables boursiers et transactionnels
- Exploitation des informations recueillies comprenant le plan d'affaires et mise en œuvre d'une évaluation multicritères
- Etude de la documentation juridique relative à l'Offre

⇒ **Semaine du 2 juin au 8 juin :**

- Contacts, réunions et entretiens avec le management de la Société et de l'Initiateur et leurs conseils
- Point d'étape avec l'établissement présentateur et étude des éléments d'appréciation de l'Offre
- Demandes d'informations complémentaires
- Exploitation du projet de note d'information de l'Initiateur
- Rédaction de la trame du rapport d'expertise indépendante

⇒ **Semaine du 9 juin au 15 juin :**

- Contacts, réunions et entretiens avec le management de la Société et de l'Initiateur et leurs conseils
- Demandes d'informations complémentaires
- Finalisation des travaux d'évaluation
- Finalisation et transmission du texte des lettres d'affirmation
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Levée des points en suspens
- Transmission du projet de rapport d'expertise indépendante
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue du Conseil d'administration de la Société et du dépôt de la note d'information en réponse auprès de l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert

1) SOCIETE

Bull

Philippe Vannier	Président du Conseil d'Administration
John Selman	Directeur Financier
Sandrine Bory	Responsable Droit des sociétés, Secrétaire du Conseil d'Administration
Pierre Guimard	Contrôle de Gestion
Philippe Vassor	Administrateur indépendant

Atos

James Thieriot	Vice-Président Senior - Finances
Alexandre Menais	Executive Vice Président
Henri Giraud	Responsable juridique

2) ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Rothschild

Cyrille Harfouche	Associé
François Audran	Gérant
Pierre-Victor Saponaro	Manager
Alexandre Landuren	Assistant Directeur
Victoire Veron	<i>Global Financial Advisory</i>

3) CONSEILS

Paul Hastings

Guillaume Kellner	Associé – Département corporate
Etienne Mathey	Associé – Département corporate

Weil

Louis Gosset	Avocat à la cour
Charles Cardon	Avocat à la cour

CACIB

Mathieu Gross	<i>Managing Director</i>
Thibaut Verdier	<i>Director</i>
Armelle Poulard	<i>Associate</i>
Tristan de Lussy	<i>Associate</i>

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Documentation relative à l'Offre

- Projet de note d'information relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions Bull initiée par Atos présentée par Rothschild & Cie
- Note d'information en réponse de la société Bull relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions Bull initiée par Atos présentée par Rothschild & Cie
- Communication publique de l'Offre en date du 26 mai 2014
- Notification d'approbation de l'accord du Conseil d'administration de Bull en date du 25 mai 2014
- Engagement d'apport d'actions à une Offre Publique entre Crescendo Industries et Atos en date du 25 mai 2014
- Engagement d'apport d'actions à une Offre Publique entre Pothar Investments et Atos en date du 25 mai 2014
- Accord sur les points-clés d'un projet d'acquisition de Bull par Atos en date du 24 mai 2014 et présentation du projet industriel
- Termes de l'Offre
- Convention de prestations de services à conclure entre Crescendo Industries et Atos postérieurement à l'Offre

Documentation juridique Bull

- Procès-verbaux des Conseils d'administration de 2012, 2013 et 2014
- Procès-verbaux des Assemblées générales de 2012 et 2013
- Extrait Kbis au 2 avril 2014
- Statuts au 17 janvier 2014
- Etat des privilèges et des inscriptions au greffe du Tribunal de commerce au 27 mai 2014
- Nombre total de droits de vote et d'actions composant le capital social de Bull au 31 mai 2014
- Répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 mai 2014
- Etat des levées de *stock-options* intervenues du 1er janvier au 31 mai 2014
- Nombre d'actions régies par le contrat d'animation du titre Bull confié à Oddo et Cie au 27 mai 2014
- Termes et conditions des plans de *stock-options* et d'actions gratuites
- Protocoles d'acquisition de Fastconnect et d'Amesys

- Décision et information AMF n°213C1594 du 21 octobre 2013 relative à la déclaration de franchissement de seuils (article L.233-7 du code de commerce) faisant état de la composition du capital de Crescendo Industries
- Décision et information AMF n°210C0108 du 27 janvier 2010 relative à l'accord de gouvernance conclu le 18 janvier 2010
- Accord de gouvernance du 18 janvier 2010

Documentation comptable et financière Bull

- Documents de référence 2008 à 2013⁹⁷
- Communiqués de presse concernant l'opération⁹⁸
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux et consolidés des exercices clos 2012 et 2013
- Liste des contentieux du Groupe Bull au 31 décembre 2013
- Tests d'impairment Amesys et science+computing (Allemagne) au 31 décembre 2013
- Bilan gestion du Groupe au 31 décembre 2013
- Marge contributive des principaux pays en 2013
- Analyse par pays des déficits reportables au 31 décembre 2013
- Synthèse budget 2014
- Plan d'affaires « One Bull » synthétique et informations complémentaires
- Présentation publique du plan « One Bull »⁹⁹
- Présentation analyste du plan Bullway 2011 - 2013¹⁰⁰

Documentation de source Atos

- Document de référence Atos 2013
- Présentation de l'Offre au *Board* d'Atos
- Plan d'affaires Bull élaboré par Atos
- Présentation publique de l'Offre et des synergies attendues entre Bull et Atos (26 mai 2014)¹⁰¹

⁹⁷ [En ligne], <http://www.bull.fr/investisseurs/index.html>

⁹⁸ [En ligne], <http://www1.bull.com/atos-annonce-projet-acquisition-bull.html>

⁹⁹ « 1bull Unleash the value of data Paris / January 20th, 2014 ».

¹⁰⁰ « Bullway 2011 – 2013 Our way to create value ».

¹⁰¹ « Atos to acquire Bull to create a European global leader in Cloud, IT Security solutions, and Big Data ».

Documentation relative à l'évaluation

- Rapport d'évaluation de Rothschild¹⁰²
- Note d'opération définitive au titre de l'émission et de l'admission à la cote du Premier Marché de Parisbourse SA d'un emprunt de 157.437.000 € représenté par des OCEANE (visa COB n° 00-700 du 4 mai 2000)
- Projets de textes des résolutions de l'Assemblée générale des obligataires du 11 décembre 2003 ayant modifié les termes et conditions des OCEANE
- Avis de convocation des porteurs d'OCEANE en Assemblée générale du 11 décembre 2003
- Rapport du Conseil d'administration de Bull à l'Assemblée générale des obligataires exposant les modifications apportées aux OCEANE
- Note d'information relative à l'offre publique d'échange simplifiée visant les OCEANE Bull 2000/2005 (visa AMF n°04-576 du 9 juin 2004)

¹⁰² *Project Michigan Valuation materials 06 June 2014, 30 May 2014, 27 May 2013.*

Documentation sectorielle

- Etudes Xerfi « Les Services Informatiques », avril 2014 ; « *IT Services in Europe* », août 2012.
- Etude NetMediaEurope et Aastra, « Dépenses IT 2013 », 2013
http://www.netmediaeurope.fr/etude/etude_depense_IT_2013.pdf
- Gartner (avril 2014)
<http://www.gartner.com/newsroom/id/2698017>
- Informatique News (août 2013)
<http://www.informatiquenews.fr/mainframe-toujours-bien-vivant-2707>
- National Institute of Standards and Technology (NIST) (2011)
<http://csrc.nist.gov/publications/nistpubs/800-145/SP800-145.pdf>

Bases de données

- *Bloomberg*
- *Thomson One*
- *Infancials*
- *Xerfi*

Informations en ligne

- Site d'information de Bull à la rubrique dédiée aux investisseurs.
<http://www.bull.fr/investisseurs/>
- Site d'information d'Atos à la rubrique dédiée aux investisseurs.
<http://atos.net/fr-fr/accueil/investisseurs/info-reglementee-amf.html>
- Site d'information de l'AMF.
<http://www.amf-france.org>
- Site d'informations de la SFEV.
http://www.sfev.org/public/Documents%20SFEV/Sfev_Bsaar.pdf
- Global Insight, *Comparative World Overview*, novembre 2013.
- Ibbotson SBBI, *2013 Valuation Yearbook*.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des dernières années figurent en **annexe 6**. Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE, Associé

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées
- Professeur associé au CNAM, chargé de cours à l'IAE de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Sébastien SANCHO, Associé

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, expert-comptable et commissaire aux comptes, certifié « Islamic Qualification »
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation (titres, options) portant sur des opérations publiques ou privées

Stéphanie GUILLAUMIN, Directeur de mission

- Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- Master Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- Diplômée du CHIA (*Certified International Investment Analysts* - SFAF)
- Membre de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Romain DELAFONT, Responsable de mission

- Master 225 de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'Université Paris IX – Dauphine
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Marc de LA BEDOYERE, Analyste

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Panthéon-Sorbonne
- Master Spécialisé Ingénierie Financière de l'EM Lyon
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

—

Dominique LEDOUBLE, Associé en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV)
- Chargé de cours à Sciences-Po

Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble

Année	Société concernée	Etablissement présentateur
2013	Global Graphics	-
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	Arkeon Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Xiring	Oddo Corporate Finance
2011	Maurel et Prom Nigéria	-
2011	Eurosic	BNPParibas, CM-CIC Securities, Crédit Agricole CIB, Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logement	Société Générale et Calyon
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi	Société Générale
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus	Calyon
2008	Réponse SA	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance

**Annexe 7 : Profitabilité historique et prévisionnelle de Bull et des comparables boursiers (« Solutions et technologies informatiques »
et « Sécurité »)**

Solutions et technologies informatiques	Croissance CA					EBITDA / CA						EBIT / CA					
	2 011	2 012	2 013	2014e	2015e	2 010	2 011	2 012	2 013	2014e	2015e	2 010	2 011	2 012	2 013	2014e	2015e
BULL (global)	4,6%	(1,2%)	(1,8%)	5,5%	(5,2%)	4,4%	5,0%	5,8%	5,3%	5,8%	7,2%	2,9%	3,4%	4,1%	3,6%	4,1%	5,3%
ATOS	35,7%	29,8%	(2,8%)	0,1%	2,9%	7,8%	10,1%	10,5%	11,3%	11,1%	11,8%	4,0%	6,2%	6,6%	7,5%	7,4%	7,9%
AUBAY	12,7%	2,6%	10,9%	16,5%	3,5%	8,2%	8,7%	8,7%	8,7%	9,0%	9,1%	7,7%	8,2%	8,2%	8,3%	8,6%	8,6%
AUSY	48,6%	9,4%	0,8%	1,7%	14,5%	9,0%	7,3%	6,8%	6,8%	7,6%	8,1%	8,3%	6,5%	6,3%	6,3%	7,2%	7,8%
CAP GEMINI	11,5%	5,9%	(1,7%)	3,0%	3,7%	8,8%	9,3%	9,9%	10,3%	10,6%	11,1%	6,7%	7,4%	7,7%	8,2%	8,5%	9,0%
CRAY INC	(26,1%)	78,4%	24,6%	14,0%	na	8,4%	4,9%	8,9%	6,8%	9,1%	13,0%	5,5%	1,2%	6,9%	4,1%	5,6%	8,3%
DEV/OTEM SA	6,7%	(2,5%)	(12,0%)	(11,8%)	(0,9%)	6,9%	6,5%	4,6%	6,4%	5,2%	6,3%	5,8%	5,3%	3,5%	3,7%	4,5%	5,0%
GFI INFORMATIQUE	5,4%	8,0%	11,3%	4,3%	3,2%	6,3%	6,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,6%	4,7%	5,3%	5,7%	5,8%	6,4%	6,6%
GROUPE STERIA SCA	0,8%	7,1%	(4,0%)	6,9%	3,2%	8,7%	9,3%	8,2%	8,0%	8,3%	8,8%	6,8%	7,7%	6,1%	5,9%	5,9%	6,6%
NORA SISTEMAS SA	5,1%	9,4%	(0,9%)	2,2%	4,0%	12,0%	12,1%	8,7%	9,2%	9,4%	10,0%	9,9%	10,0%	7,5%	7,4%	7,6%	8,2%
NEURONES	18,3%	11,3%	8,8%	6,0%	5,2%	11,2%	10,3%	10,8%	na	10,4%	10,0%	10,1%	9,2%	8,8%	na	9,7%	9,4%
REPLY SPA	14,6%	12,4%	13,2%	12,6%	15,1%	12,8%	12,4%	11,9%	12,9%	13,1%	13,6%	10,8%	11,1%	10,6%	11,5%	11,9%	12,5%
SOPRA GROUP	9,0%	5,4%	(2,1%)	(6,7%)	2,1%	10,3%	9,9%	10,5%	9,3%	13,4%	14,4%	8,9%	8,8%	8,8%	7,7%	8,3%	9,0%
SUPER MICRO COMPUTER INC	30,7%	7,6%	14,7%	22,9%	14,4%	6,4%	6,8%	5,2%	3,0%	5,2%	5,9%	5,8%	6,2%	4,5%	2,3%	6,2%	7,3%
Tieto Oyj	6,7%	(0,2%)	(8,4%)	(6,7%)	2,1%	9,2%	10,9%	11,8%	11,1%	13,4%	14,4%	4,6%	5,6%	5,2%	5,8%	9,1%	9,8%
Moyenne	12,8%	13,2%	3,8%	4,6%	5,6%	9,0%	8,9%	8,9%	8,5%	9,5%	10,3%	7,1%	7,0%	6,9%	6,5%	7,6%	8,3%
Médiane	10,2%	7,8%	0,0%	3,6%	3,5%	8,7%	9,3%	8,8%	8,7%	9,3%	10,0%	6,8%	6,9%	6,7%	6,3%	7,5%	8,2%

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Sécurité	Croissance CA					EBITDA / CA						EBIT / CA					
	2 011	2 012	2 013	2014e	2015e	2 010	2 011	2 012	2 013	2014e	2015e	2 010	2 011	2 012	2 013	2014e	2015e
BULL (global)	4,6%	(1,2%)	(1,8%)	5,5%	(5,2%)	4,4%	5,0%	5,8%	5,3%	5,8%	7,2%	2,9%	3,4%	4,1%	3,6%	4,1%	5,3%
CACI INTERNATIONAL NC-CL A	13,6%	5,5%	(2,5%)	(3,4%)	1,7%	7,9%	8,6%	9,4%	8,8%	9,0%	9,4%	6,2%	7,0%	7,9%	7,4%	7,1%	7,8%
COBHAM PLC	(2,5%)	(5,7%)	2,3%	0,5%	11,8%	18,4%	22,4%	23,8%	24,1%	22,1%	22,1%	11,9%	15,4%	16,4%	10,9%	16,5%	17,0%
CUBIC CORP	8,5%	6,6%	(1,5%)	5,0%	4,0%	10,0%	10,5%	10,9%	8,9%	9,1%	9,8%	8,8%	8,8%	9,3%	7,0%	6,9%	7,5%
EXELIS INC	(0,8%)	(5,4%)	(12,8%)	(5,8%)	(1,3%)	14,8%	11,8%	12,9%	13,9%	13,1%	13,7%	12,3%	9,8%	10,5%	11,6%	10,8%	11,2%
HARRIS CORP	4,1%	0,6%	(6,2%)	(2,5%)	(0,1%)	20,7%	22,3%	22,0%	20,2%	21,9%	21,7%	17,5%	18,4%	17,3%	15,9%	17,6%	17,8%
KRATOS DEFENSE & SECURITY	74,8%	35,8%	(1,8%)	(0,6%)	5,1%	9,2%	12,2%	10,3%	7,9%	10,3%	10,9%	6,1%	5,9%	4,8%	2,7%	4,3%	6,8%
L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS	(16,1%)	(0,1%)	(3,9%)	(4,3%)	(0,9%)	12,6%	12,7%	12,0%	11,7%	12,3%	12,6%	11,2%	11,0%	10,3%	10,0%	10,5%	10,8%
MANTECH INTERNATIONAL CORP-A	10,2%	(10,0%)	(10,5%)	(15,7%)	(0,7%)	9,4%	9,8%	8,7%	7,4%	6,7%	6,9%	8,3%	7,9%	6,6%	6,1%	5,0%	5,5%
QINETIQ GROUP PLC	(13,7%)	(9,6%)	(10,3%)	(27,4%)	(2,1%)	12,7%	15,1%	16,4%	14,1%	15,8%	15,8%	8,2%	10,8%	12,6%	11,2%	13,2%	13,1%
THALES SA	(0,7%)	8,7%	0,3%	(5,8%)	1,8%	3,1%	9,6%	10,0%	10,4%	11,2%	11,4%	(0,3%)	6,4%	6,6%	7,2%	8,2%	8,5%
ULTRA ELECTRONICS HLDGS PLC	3,1%	4,0%	(2,1%)	3,5%	3,5%	17,0%	18,5%	17,1%	19,3%	18,5%	18,1%	12,6%	13,2%	11,1%	13,4%	16,2%	16,4%
Moyenne	7,3%	2,8%	-4,5%	-5,1%	2,1%	12,3%	14,0%	14,0%	13,3%	13,6%	13,9%	9,3%	10,4%	10,3%	9,4%	10,6%	11,1%
Médiane	3,1%	0,6%	-2,5%	-3,4%	1,7%	12,6%	12,2%	12,0%	11,7%	12,3%	12,6%	8,8%	9,6%	10,3%	10,0%	10,5%	10,9%

Annexe 8 : Présentation des comparables boursiers¹⁰³

Echantillon des sociétés comparables sur l'activité « Solutions et technologies informatiques »

ATOS

ATOS est un acteur international des services informatiques.

Les principaux segments d'activité du groupe sont : l'infogérance (47%), l'intégration de Systèmes (26%), les *High Tech Transactional Services* (HTTS) & Activités Spécialisées (20%) et le Conseil & Services Technologiques (7%).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (12%), Royaume-Uni et Irlande (19%), Allemagne (19%), Benelux et pays nordiques (13%), Europe Centrale et Europe de l'Est (10%), Amérique du Nord (7%), Reste du Monde (20%).

AUBAY

AUBAY est une société française de services du numérique, conseil en technologies et intégration de systèmes d'information, systèmes industriels, réseaux et télécoms.

Les principaux clients du groupe évoluent principalement dans les secteurs suivants : banque et finance (42%), assurance (22%), administration (9%), industrie et transports (9%), télécommunications (7%).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (61%), Italie (25%), Belgique et Luxembourg (10%), Espagne et Portugal (4%).

¹⁰³ Les présentations et données sont issues des rapports des sociétés, *Bloomberg* et *Infiniti*.

AUSY

AUSY est une société d'ingénierie et de conseil en hautes technologies qui offre des services de management et d'organisation des systèmes d'information, de R&D externalisée et des systèmes industriels complexes.

Son chiffre d'affaires se répartit à parité entre systèmes d'information et systèmes industriels.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (71%), international (29%).

CAP GEMINI

CAP GEMINI est un des leaders mondiaux en matière de conseil, de services technologiques et d'infogérance.

CAP GEMINI développe quatre métiers : les services d'intégration de systèmes (41%), les services d'infogérance (40%), les services informatiques de proximité (15%) et les services de conseil (4%).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (22%), Amérique du Nord (20%), Royaume-Uni (20%), Reste de l'Europe (18%), Benelux (11%), Asie-Pacifique et Amérique Latine (9%).

CRAY

CRAY est une société américaine qui conçoit, commercialise et assure le service de systèmes informatiques à haute performance.

Les deux principaux segments d'activité sont les suivants : *Supercomputing / HPC* et *Big data*, stockage et analyse de données.

CRAY réalise 51% de son chiffre d'affaires avec le gouvernement américain, et géographiquement 68% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis et 32% à l'étranger.

DEVOTEAM

DEVOTEAM est un groupe européen de conseil et d'ingénierie spécialisé dans les technologies de l'information et de la communication.

Son chiffre d'affaires se répartit entre solutions informatiques (83%) et consulting (17%).

La France représente 45% du chiffre d'affaires.

GFI INFORMATIQUE

GFI INFORMATIQUE est un groupe français multi-spécialiste dans le service informatique et la production de logiciels.

Le groupe développe cinq métiers dans l'application services (52%), les infrastructures services (20%), les logiciels (12%), l'activité de conseil (9%) et les logiciels entreprises (7%).

Le chiffre d'affaires est principalement réalisé en France (85%) et en Espagne (9%).

Groupe STERIA

STERIA offre des services d'intégration de systèmes informatiques.

Les quatre activités du groupe sont les suivantes : le conseil et l'intégration de systèmes (35%), la gestion des infrastructures informatiques (30%), la maintenance applicative (17%) et le *business process outsourcing* (18%).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Royaume-Uni (39%), France (32%), Allemagne (13%), Reste de l'Europe (16%).

INDRA SISTEMAS

INDRA SISTEMAS est une société espagnole leader en conseils informatiques et technologiques en Espagne et en Amérique Latine. Elle fournit des services de conseil, d'aide au développement de projets, d'implémentation de systèmes et de sous-traitance informatique (*Cloud computing, business process outsourcing*).

Ses activités sont la vente de solutions (65%) et la vente de services (35%).

La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : Espagne (39%), Amérique Latine (28%), Europe et Amérique du Nord (20%), AMEA (13%).

NEURONES

NEURONES est une société française de services en ingénierie informatique spécialisée dans le conseil, l'intégration et l'infogérance.

La répartition par activité du chiffre d'affaires est la suivante : services d'infrastructures dont infogérance, *Cloud*, sécurité informatique (72%), services applicatifs (22%) et conseil en management et en organisation (6%).

REPLY

REPLY est une société italienne spécialisée dans le conseil, l'intégration de systèmes informatiques et la gestion d'applications informatiques.

Ses activités sont principalement les suivantes : applications (47%), technologies (42%) et *process* (8%).

Le chiffre d'affaires par pays se répartit en Italie (73%), en Allemagne (15%) et au Royaume-Uni (12%).

SOPRA

SOPRA est un des leaders européens en conseils, services technologiques et édition de solutions.

Les activités du groupe se ventilent comme suit : le conseil, intégration de services et solutions France (CISS) (62%), l'intégration de services et solutions Europe (18%), *Sopra Banking Software* (16%), et *HR Access* (4%).

Le groupe réalise plus des deux tiers de son chiffre d'affaires en France.

SUPER MICRO COMPUTER (SMC)

SMC est un groupe américain spécialisé dans la fourniture de technologie informatique de haute performance (*HPC, hadoop/ Big Data, cloud computing, IT...*).

Ses deux principaux pôles d'activité sont les serveurs (43%) et la fourniture de sous-systèmes et d'accessoires (57%).

Les ventes aux Etats-Unis représentent 54% de son activité.

TIETO OYJ

TIETO OYJ est une société suédo-finlandaise leader des services informatiques en Europe du Nord.

Ses activités sont réparties en quatre principaux segments : *managed services* (30%), *consulting & system integration* (24%), *industry products* (28%) et *product development services* (18%).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Finlande (48%), Suède (33%), Reste du Monde (19%).

Echantillon des sociétés comparables sur l'activité « Sécurité »

CACI INTERNATIONAL

CACI INTERNATIONAL est une société militaire privée qui fournit des solutions et des services informatiques aux départements Défense et Sécurité nationale des Etats-Unis (cyber-sécurité, C4 solutions, *business system solutions*, services informatiques d'entreprises, solutions de localisation géo-spatiale, identification biométrique, sécurité intégrée, renseignements, support d'investigation, support logistique...).

Le groupe réalise 94% de son chiffre d'affaires avec le département Défense du gouvernement américain.

A l'international, le groupe est principalement présent en Europe au travers de ses filiales CACI Limited et CACI BV.

COBHAM

COBHAM est un groupe anglais qui fournit des technologies, des composants et des services informatiques pour le secteur civil et les secteurs de la défense et de la sécurité.

Les quatre principaux segments d'activité de COBHAM sont les suivants : *Aerospace and Security* (42%), *Defense Systems* (17%), *Mission Systems* (20%) et *Aviation Services* (21%).

Ses principaux clients sont les suivants : service de sécurité américaine et armée américaine (37%), service de sécurité et armée des autres pays (28%) et secteur civil US et étranger (35%).

La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (45%), Australie (14%), Royaume-Uni (13%), Europe (16%), Reste du Monde (12%).

CUBIC CORPORATION

CUBIC CORPORATION est une société militaire américaine qui développe des technologies et des services informatiques dans les secteurs de la logistique civile de la sécurité et de la défense : cyber-sécurité, guidage de missiles, localisation radar et également des solutions à destination des professionnels de la logistique civile et militaire (gestion des transits, étiquetage vidéo, télécommunication, management solutions...).

Ses trois principaux segments d'activités sont les suivants : *Transportation Systems* (38%), *Mission Support Services* (34%) et *Defense Systems* (28%).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (55%), Royaume-Uni (19%), Australie (11%), Reste du Monde (15%).

EXELIS

EXELIS est un groupe américain de défense et d'aéronautique qui développe des composants électroniques, des solutions et des services techniques pour l'armée, la marine, l'aviation militaire américaine, les services de sécurité intérieure, les renseignements, la NASA ainsi que les compagnies civiles de transports aériens.

Ces activités sont les suivantes : *C4ISR Electronics and Systems* (44%) regroupant tous les produits électroniques (surveillance, communication, sécurité, vision nocturne...) et *Information and Technical Services* (56%) regroupant les systèmes de contrôles et d'information pour le civil principalement.

La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : armée américaine (62%), NASA (15%), services de renseignements américains (12%) et international (11%).

HARRIS CORPORATION

HARRIS CORPORATION est une société américaine qui fournit des solutions de télécommunications et des technologies informatiques pour les gouvernements, le secteur de la défense et les entreprises civiles.

Les trois principaux segments d'activité sont les suivants : *RF Communications* (35%), *Integrated Network Solutions* (30%) et *Government Communications Systems* (35%).

HARRIS CORPORATION réalise 26% de son chiffre d'affaires en dehors des Etats-Unis en vendant principalement des produits du segment *RF Communications* et *Integrated Network Solutions*.

KRATOS

KRATOS est une société américaine spécialisée dans les technologies (C5SIR), ainsi que les services et logiciels de sécurité.

Ses activités se concentrent sur deux segments principaux : *Kratos Government Solutions* et *Public Safety & Security*.

Les principaux clients de KRATOS sont les différentes agences du gouvernement américain et des sociétés américaines et internationales.

L-3 COMMUNICATIONS

Le groupe L-3 COMMUNICATIONS est une société américaine spécialisée dans la défense et l'armement.

Son activité se répartit autour de quatre segments principaux : C ISR (27%), systèmes électroniques (44%), logiciels pour plate-forme logistique (19%) et logiciels pour la sécurité nationale (10%).

L-3 COMMUNICATIONS réalise 73% de son chiffre d'affaires avec le gouvernement américain (département défense). A l'international, le groupe est présent dans les pays suivants : Australie, Canada, Danemark, Allemagne, Italie, Corée, Norvège et Angleterre.

MANTECH

MANTECH est une société américaine spécialisée dans la fourniture de technologies et logiciels innovants en matière de sécurité pour les agences du gouvernement américain.

L'activité de logiciels et services est composée de : C4ISR, cyber-sécurité, logiciel de gestion de la logistique, modernisation des systèmes IT, logiciels d'espionnage et de contre-espionnage, systèmes d'engineering.

MANTECH réalise la quasi intégralité de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis.

QINETIQ GROUP PLC

QINETIQ est une société britannique d'armement et de recherche militaire spécialisée.

Ses trois segments d'activités sont les suivants : *UK services* (45%), composé de technologies à destination de l'aviation militaire, de l'armement, de la marine militaire, C4ISR, système d'entraînement et de simulation et autres services ; *US Services* (36%), regroupant les produits et services vendus aux Etats-Unis pour les secteurs de la sécurité et de la défense, pour le gouvernement ou pour l'industrie ; *Global Products* (19%), regroupant les produits et services similaires à ceux vendus aux Etats-Unis, mais à destination du monde entier.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Etats-Unis (51%), Royaume-Uni (47%), Reste du Monde (2%).

THALES

THALES fabrique des systèmes aérospatiaux et des produits électroniques industriels pour les marchés civils et militaires.

Les deux principales activités du groupe sont : la fabrication de systèmes radar et de contre-mesure, optoélectroniques, communication, navigation, identification, gestion de trafic aérien, défense antimissile et la production de matériel informatique, logiciels, semi-conducteurs et tubes électroniques.

Le chiffre d'affaires se répartit principalement sur les zones suivantes : France (29%), Reste de l'Europe (20%), Asie et Pacifique (14%), Royaume-Uni (11%).

ULTRA ELECTRONICS

ULTRA ELECTRONICS est un groupe militaire anglais.

Ses activités sont les suivantes : conception et commercialisation des solutions informatiques et des systèmes électromécaniques pour la défense (57%), cyber-sécurité (23%) et transports et énergie (20%).

La répartition géographique des ventes est la suivante : Amérique du Nord (44%), Royaume-Uni (33%), Europe centrale (8%) et Reste du monde (15%).

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

7.1 Accord

Le 24 mai 2014, Bull et l'Initiateur ont conclu l'Accord aux termes duquel notamment :

- l'Initiateur a convenu, sous certaines conditions, de procéder au dépôt de l'Offre ;
- Dès que possible suivant la remise par l'expert indépendant qui sera désigné dans le cadre de l'Offre de son attestation d'équité et en tout état de cause au plus tard dans les deux jours de négociation suivant sa réception, Bull s'est engagé à réunir son conseil d'administration afin de rendre un avis motivé sur l'Offre, conformément à la réglementation applicable ;
- Jusqu'à la date du conseil d'administration lors duquel seront désignés les membres proposés par Atos au sein du conseil d'administration de Bull à la suite du succès de l'Offre, Bull s'est engagé (i) à ce que Bull et ses filiales conduisent leurs activités dans le cours normal des affaires, sans modification significative des pratiques passées de gestion et de fonctionnement et (ii) à ne pas prendre de mesure de nature à modifier sa consistance et/ou de nature à offrir à Atos la possibilité de renoncer à son Offre en application de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur et Bull ont publié le 26 mai 2014 un communiqué de presse conjoint à la suite de la signature de cet accord qui est disponible sur le site internet de l'Initiateur (www.atos.net) et de la Société (www.bull.com).

7.2 Accords conclus avec certains actionnaires de la Société

A la date de dépôt de la présente Offre, la société Crescendo Industries et la société Pothar Investments, ont conclu le 25 mai 2014 avec l'Initiateur des engagements d'apport à l'Offre portant sur l'intégralité de leurs actions. Ces engagements portent sur un total de 29.548.373 Actions. Ces engagements d'apport prévoient notamment que :

- l'actionnaire concerné s'engage à apporter ses Actions à l'Offre et à ne pas solliciter, encourager ou faciliter de dépôt d'une offre concurrente ;
- les engagements d'apport seront résiliés de plein droit si (a) (i) une offre publique concurrente, déposée par un tiers, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, est déclarée conforme par l'AMF et (ii) l'Initiateur (x) n'a pas surenchéri sur les termes de l'Offre ou (y) a renoncé à l'Offre conformément à l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, ou (b) si l'Offre est déclarée non conforme par l'AMF, ou (c) si l'Offre est caduque ou ne connaît pas de suite positive au plus tard le 31 décembre 2014 ou l'Initiateur renonce à son offre conformément à l'article 232-11 du règlement général de l'AMF.
- en cas d'offre concurrente suivie d'une surenchère de l'Initiateur dans les délais prévus par le règlement général de l'AMF, les engagements d'apports demeureront en vigueur. En l'absence d'une surenchère déposée par l'Initiateur dans les délais impartis, l'actionnaire aura la faculté d'apporter ses Actions à l'offre concurrente et, dans cette hypothèse, sera redevable d'une indemnité égale à la moitié du montant correspondant à la différence entre le prix par action de l'offre concurrente et 4,90 euros, multipliée par le nombre d'actions détenues par l'actionnaire.

Par ailleurs, afin de permettre une bonne intégration des activités de Bull et d'Atos, l'Initiateur souhaite, compte tenu en particulier de la connaissance historique par Monsieur Philippe Vannier, président de Crescendo Industries, du métier de la sécurité dans lequel Bull et plusieurs autres filiales d'Atos exercent leurs activités, pouvoir bénéficier de l'expertise, du savoir-faire et des compétences des équipes de Crescendo Industries, en particulier pour le suivi des clients et des contacts, la

structuration et l'intégration des activités sécurité et le déploiement des capacités de calcul dans la base de clients consolidée du Groupe.

Dans cette optique, Crescendo Industries et l'Initiateur concluront à l'occasion de la modification de la composition du conseil d'administration prévue à la section 1.2.2 un contrat de prestation de services qui définira les contours et les modalités de la fourniture par Crescendo Industries de prestations de services à Atos, pour une période de trente-six (36) mois à compter de sa signature et qui pourra être résilié à tout moment, moyennant un préavis de trois mois par Atos.

7.3 Mécanisme de liquidité offert aux titulaires d'Options et aux attributaires d'Actions Gratuites

La Société a mis en place plusieurs programmes d'attribution d'Options au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société, portant à la date du Projet de Note en réponse, sur un nombre maximum de 5.947.500⁶ actions, qui ne pourront être exercées avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables.

La Société a également mis en place plusieurs programmes d'attribution d'Actions Gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société, portant à la date du Projet de Note en Réponse, sur un nombre maximum de 1.636.000⁷ Actions Gratuites non encore définitivement acquises ou définitivement acquises mais dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables. En outre, la période de conservation prévue pour les Actions Gratuites émises au titre du plan du 27 juillet 2010, visées par l'Offre et représentant 478.000 Actions Gratuites, prendra fin le 28 juillet 2014 (inclus).

Si (i) les conditions du retrait obligatoire sont réunies et si l'Initiateur en demande la mise en œuvre ou (ii) si le marché des Actions n'était pas suffisamment liquide, il serait proposé aux titulaires d'Options et d'Actions Gratuites de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité portant sur :

- a) les actions résultant de l'exercice des Options dont la période d'exercice n'était pas ouverte à la date de mise en œuvre du retrait obligatoire ou de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte ;
- b) les actions résultant de l'acquisition définitive des Actions Gratuites non émises ou non disponibles à la date de mise en œuvre du retrait obligatoire ou de la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Ce contrat de liquidité comporterait une promesse d'achat consentie par l'Initiateur aux titulaires des Options et Actions Gratuites concernés au bénéfice de l'Initiateur, exerçable à compter de la date à laquelle la période d'incessibilité ou d'indisponibilité, selon le cas, aura expiré, suivie d'une promesse de vente consentie au bénéfice de l'Initiateur par les titulaires des Options et Actions Gratuites concernées exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat.

Le prix d'exercice des promesses serait un prix par action déterminé selon une méthode cohérente avec le montant de l'indemnisation par action au titre du retrait obligatoire ou du prix de l'Offre en l'absence de retrait obligatoire.

⁶ Cela inclus les 2.030.000 Options attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

⁷ Cela inclus les 1.115.000 Actions Gratuites attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

7.4 Autres accords

Contrat de crédit

Le contrat de crédit en date du 7 mars 2014 conclu entre Bull en qualité d'emprunteur, Natixis en qualité d'Agent et de certains Prêteurs, porte sur un montant en principal de 100.000.000 EUR et est destiné à refinancer les sommes dues par Bull au titre de crédits conclus en 2011 et à financer ses besoins généraux d'exploitation et ses investissements, comporte une clause de changement de contrôle. Si un changement de contrôle survient, sauf agrément préalable à l'unanimité des Prêteurs, Bull devra rembourser immédiatement par anticipation la totalité du crédit et le contrat de crédit sera résilié de plein droit. Au 14 juin 2014, la ligne de crédit est utilisée à hauteur de [20 millions d'euros].

Autres accords

Certains contrats conclus avec des fournisseurs et des clients comportent des clauses usuelles de changement de contrôle.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Structure et répartition du capital

Au 6 juin 2014, le capital social de la Société s'élevait à 12.223.439,70 euros, divisé en 122.234.397 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,10 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

Au 6 juin 2014, le capital était réparti comme suit à la connaissance de la Société :

Actionnaires	Nombre d'actions	Participation	Droits de vote théoriques
Crescendo Industries	24.222.500	19,82 %	19,93 %
Pothar Investments	5.325.873	4,36 %	4,38 %
Andromède	326.433	0,27 %	0,27 %
Sous-total	29.874.806	24,44 %	24,58 %
Orange	9.747.081	7,97 %	8,02 %
BPI Groupe	3.903.038	3,19%	3,20%
Epargne Salariale	648.500	0,56 %	0,56 %
Autocontrôle	114.405	0,09%	
Autres	77.910.567	63,74%	63,80 %
TOTAL	122.234.397	100 %	100 %

8.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société

Depuis le 1er janvier 2013, la Société a été avisée des franchissements de seuils légaux suivants :

- Par courrier reçu le 12 juin 2013, Crescendo Industries a déclaré avoir franchi à la baisse, le 7 juin 2013, par suite d'une augmentation de capital de la Société résultant de levées d'options de souscription d'actions, les seuils de 20% du capital et des droits de vote de la Société et détenir à cette date, 24.157.500 actions représentant autant de droits de vote, soit 19,95% du capital et des droits de vote de la Société ;
- Par courrier reçu le 17 juin 2013, Crescendo Industries a déclaré avoir franchi à la hausse, le 13 juin 2013, par suite de l'acquisition de 65.000 actions Bull sur le marché, les seuils de 20% du

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

capital et des droits de vote de la Société Bull et détenir, 24.222.500 actions Bull représentant autant de droits de vote, soit 20,0002% du capital et des droits de vote de cette Société ;

- Par courrier reçu le 17 octobre 2013, Crescendo Industries a déclaré, avoir franchi en baisse par suite d'une augmentation de capital résultant de levées d'options de souscription d'actions, le 25 septembre 2013, les seuils de 20% du capital et des droits de vote de la Société et détenir à cette date 24.222.500 actions Bull représentant autant de droits de vote, soit 19,99% du capital et des droits de vote de cette Société.

Il en résulte qu'au 31 décembre 2013, les positions identifiées supérieures à 5% sont liées aux déclarations suivantes toujours en vigueur :

Déclarant	Date de la déclaration	Date de la position	Position (en nombre d'actions)	Seuil	Franchissement
Orange	26/03/2010	18/01/2010	9.747.081	10%	A la baisse
Crescendo Industries	17/10/2013	25/09/2013	24.222.500	20%	A la baisse

A la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire que ceux mentionnés ci-dessus, ne détient au 6 juin 2014 directement ou indirectement, 5% ou plus du capital et des droits de vote de la Société.

8.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de votes et au transfert de Titres et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts de Titres

L'article 11, 1° des statuts de la Société prévoit que les Actions sont librement négociables et aucune limitation des transferts de Titres n'est stipulée.

Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital, l'article 11, 9° des statuts prévoit qu'en cas de franchissement à la hausse ou à la baisse du seuil de 2,5 % du capital ou des droits de vote ou de tout multiple de ce pourcentage, les actions dépassant la fraction devront être déclarées à la Société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation.

En cas de non-respect de l'obligation statutaire d'information, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites fixées par la loi, privé du droit de vote afférant aux actions dépassant le seuil considéré, sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant 0,5 % au moins du capital social.

L'article 11, 10° des statuts prévoit également que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder une fraction du capital ou des droits de vote égale ou supérieure à 10%, 15% et 20% ou plus de 25% des actions et des droits de vote, est tenue de notifier à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception, au plus tard avant la clôture des négociations du cinquième jour de bourse suivant le franchissement de l'un de ces seuils, les objectifs que cette personne a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir.

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

Aucun Titre de la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

8.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ces derniers.

Néant.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de pacte entre les principaux actionnaires de Bull.

Par courrier en date du 17 octobre 2011, Bull a été informé par Pothar Investments que celui-ci agissait de concert avec Crescendo Industries.

La Société et l'un de ses actionnaires de contrôle, Crescendo Industries ont conclu un accord de gouvernance le 18 janvier 2010 (ci-après l'« **Accord de Gouvernance** ») à la suite de l'attribution de 24.000.000 actions Bull à Crescendo Industries en rémunération d'apports approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de Bull le 18 janvier 2010.

Ledit accord, conclu pour une durée de 5 ans, prévoit que Bull bénéficie d'un droit de priorité portant sur l'intégralité des actions Bull détenues par Crescendo Industries en cas de projet de cession du contrôle de Crescendo Industries au profit d'un concurrent de Bull.

Pendant toute la durée de l'Accord de Gouvernance, les actionnaires de Crescendo Industries s'engagent à ce que tout projet de transfert à titre gratuit ou onéreux de titres de Crescendo Industries et tout projet d'émission de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de Crescendo Industries ayant pour objet ou pour effet de conférer, immédiatement ou à terme, le contrôle de Crescendo Industries à un concurrent de Bull opérant dans le domaine de l'informatique et réalisant un chiffre d'affaires hors taxes d'un (1) milliard d'euros au moins, soit notifié à Bull.

La notification par Crescendo Industries à Bull de tels projets susceptibles de conférer, immédiatement ou à terme, le contrôle de Crescendo Industries à un concurrent qualifié vaudra promesse unilatérale de vente des actions offertes de Crescendo Industries au bénéfice de Bull.

Conformément à la délibération du Conseil d'administration de Bull du 14 juin 2014, cet Accord de Gouvernance prendra fin à son terme contractuel (soit le 18 janvier 2015), selon les modalités indiquées au paragraphe 8.7 ci-dessous

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

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

L'Accord de Gouvernance conclu le 18 janvier 2010 par la Société avec Crescendo Industries visant à arrêter les règles relatives à la détention des actions Bull par Crescendo Industries et à la gouvernance de Bull. Les principales clauses de l'Accord de Gouvernance, qui a été conclu pour une durée de 5 ans, sont les suivantes :

- (i.) Crescendo Industries s'est engagé à conserver, pendant une durée de trois ans à compter du 18 janvier 2010, une participation au capital de Bull représentant au minimum 75% du nombre d'actions Bull détenues après réalisation de son apport ;
- (ii.) Crescendo Industries et ses actionnaires se sont engagés à notifier à Bull tout projet de transfert à titre gratuit ou onéreux de titres de Crescendo Industries et tout projet d'émission de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de Crescendo Industries ayant pour objet ou pour effet de conférer immédiatement ou à terme le contrôle de Crescendo Industries à un concurrent de Bull opérant dans le domaine de l'informatique et réalisant un chiffre d'affaires hors taxe d'un (1) milliard d'euros au moins.
- (iii.) Au regard de la gouvernance de Bull, la convention prévoyait initialement que parmi les membres du conseil d'administration, deux seraient nommés sur proposition de Crescendo

Industries, parmi lesquels Crescendo Industries en tant que personne morale. Le Comité stratégique devait intégrer le représentant permanent de Crescendo Industries au conseil d'administration de Bull ainsi qu'une personne morale sur proposition de Crescendo Industries. Au sein du comité hommes et organisation, un membre devait être nommé sur proposition de Crescendo Industries qui devait être un des membres du conseil d'administration n'exerçant pas de fonction opérationnelle. Enfin, le comité d'audit devait intégrer un des deux membres du conseil d'administration de Bull nommé sur proposition de Crescendo Industries en tant que personne morale.

- (iv.) En contrepartie, Crescendo Industries est tenu par un engagement de non-concurrence à l'égard de Bull tant que sa participation dans le capital social de Bull sera égale ou supérieure à 10%, et pour une durée maximum de trois ans à compter de la date à laquelle sa participation deviendra inférieure à 10% par suite de la cession par Crescendo Industries d'actions Bull.

En application de la délibération du Conseil d'administration de Bull du 14 juin 2014, l'Accord de Gouvernance prendra fin, en tout état de cause et pour toutes ses dispositions, au terme contractuel prévu dans cet Accord de Gouvernance, soit le 18 janvier 2015, étant précisé qu'en cas de succès de l'Offre et à compter de la date du règlement-livraison de l'Offre :

- les dispositions énoncées aux paragraphes (i) et (ii) ci-dessus seront devenues sans objet, compte tenu de l'apport par Crescendo Industries de ses actions à l'Offre, et
- les dispositions énoncées au paragraphe (iii) seront également sans objet, ce dont Bull et Crescendo Industries prennent acte, en tant que de besoin.

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

8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

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

8.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

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

8.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

8.9.1 Délégations et autorisations financières accordées par l'assemblée générale des actionnaires

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires réunie le 6 juin 2014.

Tableau récapitulatif de l'état des délégation de compétence et de pouvoir en cours de validité accordées par l'assemblée générale des actionnaires au Conseil d'administration en matière d'augmentation de capital et l'utilisation faite de ces délégations :

Opérations	Montant nominal maximal	Date de l'autorisation	Echéance	Durée	Utilisation
Attribution d'options de souscription et/ou d'achat d'actions au profit des salariés et/ou mandataires sociaux du groupe	0,49% du nombre total des actions au moment de l'attribution	6 juin 2014	5 août 2017	38 mois	NON
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital immédiatement ou à terme avec maintien du droit préférentiel de souscription	6 millions d'euros	6 juin 2014	5 août 2016	26 mois	NON
Augmentation du capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes, ou autres	6 millions d'euros	6 juin 2014	5 août 2016	26 mois	NON
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou d'autres titres donnant accès au capital social en rémunération d'apports	5% du montant du capital social	6 juin 2014	5 août 2016	26 mois	NON
Augmentation du capital par émission d'actions, et/ou d'autres titres donnant accès au capital de la Société par une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise	2% du montant du capital social	6 juin 2014	5 août 2016	18 mois	NON

8.9.2 Plans d'actions gratuites et d'options octroyés par la Société

Actions gratuites

La Société a procédé à l'attribution d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 198 du document de référence 2013 de la Société déposé le 14 mars 2014 (disponible sur le site internet de la Société : www.bull.com), auquel il faut ajouter le plan d'attribution d'actions gratuites qui a été décidé le 14 juin 2014 par le Conseil d'Administration dans le cadre du plan One Bull qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014.

A la date du Projet de Note en Réponse, 2.114.000 Actions Gratuites sont attribuées, parmi lesquelles

- 1.454.000 Actions Gratuites non définitivement acquises et dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables,
- 182.000 définitivement acquises mais dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables,

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- 478.000 Actions Gratuites définitivement acquises et qui deviendront cessibles le 29 juillet 2014⁸, soit avant la date de clôture de l'Offre.

Sous réserve de ce qui précède, les Actions Gratuites, non encore définitivement acquises ou définitivement acquises mais dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, ne pourront être apportées à l'Offre ni, le cas échéant à l'Offre Réouverte. Il est précisé néanmoins que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation en application des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause d'invalidité ou décès du bénéficiaire) pendant la durée de l'Offre, ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre, et le cas échéant, à l'Offre Réouverte.

Les bénéficiaires d'Actions Gratuites bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité, détaillé au 6.3 du Projet de Note en Réponse.

Options :

La Société a procédé à l'attribution d'options de souscription d'actions Bull dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 197 du document de référence 2013 de la Société déposé le 14 mars 2014 (disponible sur le site internet de la Société : www.bull.com), auquel il faut ajouter le plan d'attribution d'options de souscription d'actions qui a été décidé le 14 juin 2014 par le Conseil d'Administration dans le cadre du plan One Bull qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014.

Les titulaires d'Options désirant apporter à l'Offre les actions Bull auxquelles ces Options donnent droit devront les avoir exercées pour que les actions issues de l'exercice de ces Options puissent être apportées à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre, ou à l'offre Réouverte au plus tard le dernier jour de l'offre Réouverte le cas échéant.

A la date de la Note en réponse, 5.947.500 Options sont en vigueur, parmi lesquelles 194.000 Options sont exerçables et les actions qui en résulteraient seraient cessibles⁹.

Les titulaires d'options de souscription d'actions se verront proposer, sous certaines conditions, un mécanisme de liquidité, détaillé au 6.3 du Projet de Note en Réponse.

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

Il n'existe pas d'accord prévoyant des indemnités pour les salariés et les mandataires sociaux non dirigeants en cas de cessation de leurs fonctions (en dehors des stipulations usuelles relatives à des engagements de non concurrence).

Toutefois, le Président-Directeur Général, Monsieur Philippe Vannier bénéficie d'une indemnité forfaitaire globale et libératoire de 24 mois de rémunération fixe et variable dans certains cas de départ contraint (à l'exception d'une faute grave ou lourde) qui ont été fixés par le Conseil d'administration de Bull du 26 février 2014.

Le Conseil d'administration a décidé que le montant de l'indemnité de départ contraint plafonné à 24 mois de rémunération (fixe et variable) serait diminué de toutes sommes dues à Philippe Vannier au titre de l'indemnité de non concurrence, de telle manière que le cumul de l'indemnité de non concurrence et de l'indemnité de départ contraint ne puisse excéder 24 mois de rémunération (fixe et variable).

⁸ Cela inclut les 1.115.000 Actions Gratuites attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

⁹ Cela inclut les 2.030.000 Options attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le montant de cette indemnité soumise à des conditions de performance mesurées par le taux moyen de réalisation de la performance au titre de la détermination de la rémunération variable sur les trois années (six semestres) précédant le départ de Philippe Vannier, et pour lesquels la réalisation de la performance aura été mesurée et constatée par le Conseil. Pour un taux moyen de performance inférieur à 75%, aucune indemnité n'est versée. Pour un taux moyen de performance compris entre 75% et 100%, l'indemnité est versée proportionnellement au taux moyen mesuré, sans pouvoir dépasser 100% de l'indemnité, même en cas de superperformance.

S'agissant des faits générateurs du versement de cette indemnité de départ contraint, il est prévu que l'indemnité de départ contraint pourra être versée à Philippe Vannier, sauf faute grave ou lourde commise dans l'exercice de ses fonctions, en cas de départ de ce dernier lié à la cessation de l'ensemble de ces mandats et fonctions au sein du Groupe :

- par suite d'une décision de révocation, démission ou non renouvellement des fonctions de Président-directeur général à l'initiative du conseil d'administration ou de l'assemblée générale ;
- à la suite d'un changement de contrôle de la Société ou dans les six mois suivant un changement de contrôle (étant entendu que la notion de contrôle a le sens qui lui est attribué à l'article L.233-3 du code de commerce) ;
- en cas de désaccord avéré entre le conseil d'administration et Philippe Vannier sur la stratégie mise en œuvre ou proposée par ce dernier.

L'indemnité de départ au titre de ce qui précède ne serait pas due dans l'hypothèse où le dirigeant pourrait faire valoir ses droits à la retraite à taux plein à la date du départ contraint.

Le Conseil d'administration de Bull en date du 26 février 2014 a également pris acte de l'engagement de non concurrence de Monsieur Philippe Vannier vis-à-vis de la Société lui interdisant pendant une période de 24 mois suivant la cessation de ses fonctions au sein du groupe Bull, qu'elle qu'en soit la raison, de collaborer de quelque manière que ce soit au sein d'entreprises ciblées concurrentes directes du groupe Bull, et sur des zones géographiques précises. En contrepartie de cet engagement, Monsieur Philippe Vannier bénéficie d'une indemnité mensuelle pendant toute la durée de l'engagement égale à 50% de la moyenne mensuelle de sa rémunération dont il a bénéficié de la Société au cours des douze mois complets précédant le terme de son mandat social de Président-Directeur Général.

Ce dispositif a été approuvé à 78,23% par l'assemblée générale de Bull du 6 juin 2014.

L'Initiateur prévoyant, en cas de succès de l'Offre, de modifier la composition du conseil d'administration de la Société pour refléter son nouvel actionariat et d'obtenir la majorité du conseil d'administration de la Société dès que possible à l'issue de l'Offre, il est prévu qu'à cette occasion, un nouveau président du conseil d'administration soit nommé. Dans ce contexte, il a été souhaité par l'Initiateur que Monsieur Philippe Vannier renonce, sous condition suspensive du succès de l'Offre, à toute indemnité qui lui serait due, du fait de l'Offre, à l'occasion de la cessation de ses fonctions d'administrateur ou de directeur général à compter de la prise de contrôle de Bull par Atos.

Le Conseil d'administration du 14 juin 2014, après avoir entendu le rapport du Comité *People and Organization*, a pris acte du fait que le succès de l'Offre serait de nature à déclencher la mise en œuvre des accords prévoyant une indemnisation pour Monsieur Philippe Vannier. Dans ce contexte, le Conseil d'administration de Bull a pris acte des éléments suivants, dans le cadre de l'exécution des accords existants et sous la condition suspensive du succès de l'Offre déposée par Atos :

- Le Conseil d'administration prend acte qu'à compter du règlement-livraison des titres dans le cadre de l'Offre, Monsieur Philippe Vannier accepte de renoncer à toute rémunération de la part de Bull, directement ou indirectement ; seule la convention de prestations de services décrite au paragraphe [1.3.2 du Projet de Note d'Information] liera les sociétés Atos et Crescendo Industries, sans que celle-ci n'ait d'incidence sur le prix de l'Offre.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Le Conseil d'administration prend acte que Monsieur Philippe Vannier accepte de renoncer aux indemnités d'un montant de 24 mois de rémunération fixe et variable qui lui seraient dues à l'occasion de la cessation de ses fonctions d'administrateur ou de directeur général à compter de la prise de contrôle de Bull par Atos en cas de succès de l'Offre.
- Le Conseil d'administration décide en conséquence de ce qui précède (i) de renoncer au bénéfice de l'engagement de non-concurrence souscrit personnellement par Monsieur Philippe Vannier et (ii) de renoncer à l'exigence de présence de Monsieur Vannier au sein de Bull, requis pour l'acquisition des Options et Actions Gratuites qui lui sont attribuées (dans la mesure où la Société serait à l'initiative de la cessation de ces fonctions, sauf faute lourde) ainsi qu'à la condition de performance requise pour l'acquisition par Monsieur Vannier des Options et Actions Gratuites qui lui auront été attribuées jusqu'au règlement-livraison des titres dans le cadre de l'Offre, compte tenu du fait que ces exigences seront sans objet dès lors qu'il accepte de cesser d'être rémunéré par Bull en tant que Directeur Général et de renoncer aux éléments de rémunération énoncées ci-dessus.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document relatif aux informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée »

M. Philippe Vannier
Président-Directeur Général