

Offre publique de rachat d'actions

portant sur 851.063 actions SIPAREX CROISSANCE en vue de la réduction de son capital

initiée par



présentée par



Prix de l'offre : 23,50 euros par action SIPAREX CROISSANCE
Durée de l'offre : 20 jours calendaires



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 1^{er} mars 2010, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-18 de son Règlement général.

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

Des exemplaires du présent projet de note d'information sont disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SIPAREX CROISSANCE (www.siparexcroissance.com) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

SIPAREX CROISSANCE
139, rue Vendôme
69006 Lyon

NEUFLIZE OBC CORPORATE FINANCE
3, avenue Hoche
75008 Paris

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de SIPAREX CROISSANCE seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre.

SOMMAIRE

1.	Présentation de l'Offre	3
1.1.	Identité de l'initiateur et conditions générales de l'Offre.....	3
1.1.1.	Identité de l'initiateur	3
1.1.2.	Conditions générales de l'Offre	3
1.2.	Motifs de l'Offre et intentions de la Société pour les douze mois à venir.....	3
1.2.1.	Motifs de l'Offre	3
1.2.2.	Avantages de l'Offre pour la Société et ses actionnaires	4
1.2.3.	Poursuite de l'activité de la Société	5
1.2.4.	Orientation en matière d'emploi.....	5
1.2.5.	Organisation de la Société.....	5
1.2.6.	Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion.....	5
1.2.7.	Maintien de la cotation.....	5
1.2.8.	Actions détenues par la Société.....	5
1.2.9.	Politique de dividendes	5
1.3.	Teneur de l'Offre	5
1.3.1.	Prix offert et nombre de titres visés.....	5
1.3.2.	Nature des titres visés par l'Offre.....	6
1.3.3.	Mécanisme de réduction lié à l'Offre.....	6
1.3.4.	Mise à disposition des informations relatives à l'Offre.....	6
1.3.5.	Transmission des ordres de vente pas les actionnaires.....	7
1.3.6.	Règlement du prix – Annulation des actions rachetées – Centralisation de l'opération.....	7
1.3.7.	Calendrier prévisionnel de l'Offre	8
1.3.8.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.3.9.	Conditions de financement et frais liés de l'Offre.....	8
1.4.	Régime fiscal de l'Offre.....	9
1.4.1.	Régime fiscal pour la Société.....	9
1.4.2.	Régime fiscal pour les actionnaires.....	9
1.5.	Conditions juridiques de l'Offre	13
1.6.	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'Offre.....	14
1.7.	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière	14
1.7.1.	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote.....	14
1.7.2.	Incidence sur les capitaux propres, les résultats consolidés	16
1.7.3.	Incidence sur la capitalisation boursière.....	17
2.	Éléments d'appréciation du prix offert.....	18
2.1.	Critères d'évaluation écartés.....	18
2.1.1.	Méthodes de valorisations analogiques	18
2.1.2.	Méthode du cours de bourse.....	18
2.1.3.	Transactions sur le capital de la Société.....	19
2.2.	Critères d'évaluation retenus.....	19
2.2.1.	Actif net consolidé aux normes IFRS.....	19
2.2.2.	Actif net réévalué	20
2.2.3.	Actualisation des distributions aux actionnaires	20
2.2.4.	Synthèse d'évaluation	20
3.	Rapport de l'expert indépendant	21
4.	Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société et accord du Conseil d'administration de SIPAREX ASSOCIES.....	36
4.1.	Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société (pris à l'unanimité des membres présents ou représentés).....	36
4.2.	Accord du Conseil d'administration de SIPAREX ASSOCIES (pris à l'unanimité des membres présents ou représentés).....	36
5.	Personnes assumant la responsabilité du présent projet de note d'information	37
5.1.	La banque présentatrice	37
5.2.	La Société	37

1. Présentation de l'Offre

1.1. Identité de l'initiateur et conditions générales de l'Offre

1.1.1. Identité de l'initiateur

L'Assemblée générale mixte de SIPAREX CROISSANCE, société en commandite par actions dont le siège social est situé 139, rue Vendôme, 69006 Lyon, dont le numéro unique d'identification est le 312 056 641 R.C.S. LYON (ci-après la « **Société** »), réunie le 29 avril 2009, connaissance prise des rapports de la gérance (soit la société SIGEFI, ci-après la « **Gérance** » ou le « **Gérant** »), du Conseil de surveillance et des Commissaires aux comptes, et prenant acte de l'approbation donnée par la société SIPAREX ASSOCIES, associé commandité, a approuvé en sa huitième résolution la réduction de capital d'un montant nominal maximal de 13.875.000 euros par voie d'offre publique de rachat d'actions en vue de leur annulation, et a délégué à son Gérant, le pouvoir d'arrêter le prix de rachat unitaire des actions, le montant maximal de la réduction de capital et le nombre maximal d'actions à annuler, ainsi que de procéder à la réalisation de la réduction de capital.

Les actions de catégorie O de la Société sont admises aux négociations sur le Compartiment C du marché de NYSE Euronext Paris SA (« **NYSE Euronext** ») sous le code ISIN FR0000061582 mnémonique « **SIX** ».

1.1.2. Conditions générales de l'Offre

La Société a demandé la suspension de la cotation de ses actions pour le 26 février 2010.

Le 26 février 2010, après avoir reçu l'avis favorable du Conseil de surveillance de la Société et l'accord préalable du Conseil d'administration de la société SIPAREX ASSOCIES, associé commandité de la Société, réunis à cette même date à l'effet d'approuver l'opération envisagée, le Président de la société SIGEFI, Gérant de la Société a décidé de mettre en œuvre une offre publique de rachat d'actions en vue de leur annulation, en application des articles L.225-204 et L.225-207 du Code de commerce.

Conformément à l'article L225-205 du Code de commerce, une période d'opposition des créanciers s'est ouverte le 26 février 2010. Conformément à l'article R225-152 du Code de commerce, la période d'opposition des créanciers prendra fin le 18 mars 2010 inclus.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la BANQUE NEUFLIZE OBC (ci-après « **Neuflize OBC** »), agissant pour le compte de la Société, a déposé auprès de l'AMF le 1^{er} mars 2010 un projet d'offre publique de rachat d'actions en numéraire, à un prix de 23,50 euros par action, soit une prime de 27,6 % sur le cours de clôture le 25 février 2010 et de 1,03 % sur l'actif net consolidé de la Société au 31 décembre 2009, portant sur un nombre maximum de 851.063 actions de la Société, soit environ 29,7 % de son capital social au 31 décembre 2009 (ci-après l'« **Offre** »).

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 paragraphe 5 du Règlement général de l'AMF.

1.2. Motifs de l'Offre et intentions de la Société pour les douze mois à venir

1.2.1. Motifs de l'Offre

Le 31 mai 2005, l'Assemblée générale mixte de la Société a approuvé la modification des modalités d'exercice de la gestion de la Société.

Cette décision s'est inscrite dans le cadre d'une nouvelle stratégie ayant pour objet d'aligner la gestion de la Société sur celle d'un fonds de capital investissement à durée limitée, coté en bourse. Elle vise à

optimiser la situation de l'actionnaire en améliorant le rendement du titre et en offrant des opportunités supplémentaires de liquidité.

Les principales modalités de cette nouvelle stratégie étaient les suivantes :

- Réduction de la durée de vie de la Société à 10 ans, durée de vie habituelle des Fonds Communs de Placement à Risques ;
- Compte tenu de la maturité du portefeuille, distributions aux actionnaires de la trésorerie générée par les revenus du portefeuille et les cessions de participations (diminués des investissements ou réinvestissements) via des distributions de dividendes et la réalisation d'offres publiques de rachat d'actions suivies de réductions de capital ;
- Arrêt, au terme d'une courte période, des investissements de la Société, à l'exception de quelques réinvestissements sur les lignes existantes du portefeuille.

Dans le cadre de cette stratégie :

- La Société a initié le 12 décembre 2005 une première offre publique de rachat d'actions à un prix par action égal à 30,50 euros portant sur 655.738 actions en vue de la réduction de son capital, assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat simplifiée limitée à 327.869 actions dans le cadre d'un programme de rachat d'actions à un prix par action égal à 30,50 euros. Cette offre a abouti au rachat et à l'annulation de 655.738 actions de la Société le 26 janvier 2006, soit 14,3% de son capital.
- La Société a initié le 5 février 2007 une deuxième offre publique de rachat d'actions portant sur 662.255 actions en vue de la réduction de son capital à un prix par action égal à 30,20 euros. Cette offre a abouti au rachat et à l'annulation de 662.255 actions de la Société le 8 mars 2007, soit 16,3% de son capital.
- La Société a initié le 20 mars 2008 une troisième offre publique de rachat d'actions portant sur 668.896 actions en vue de la réduction de son capital à un prix par action égal à 29,90 euros. Cette offre a abouti au rachat et à l'annulation de 668.896 actions de la Société le 18 avril 2008, soit 19,4% de son capital.

Dans la continuité de cette stratégie, la Société a annoncé le 23 décembre 2009 que la Gérance avait proposé au Conseil de surveillance réuni le 23 décembre 2009, le projet d'une quatrième offre publique de rachat d'actions pour un montant de l'ordre de 20 M€ rendue possible grâce aux cessions réalisées au cours de l'exercice.

1.2.2. Avantages de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

En affectant une grande partie de la trésorerie générée par les cessions au cours de l'exercice à cette opération, la Société offre ainsi à l'ensemble de ses actionnaires la possibilité de bénéficier des fruits de ses succès et, à ceux d'entre eux qui souhaiteraient réaliser tout ou partie de leur investissement, une liquidité à leur participation.

La stratégie de la Société, qui vise à optimiser la situation des actionnaires, est toutefois susceptible d'entraîner avec le temps une érosion du résultat consolidé IFRS ainsi que de l'actif net consolidé par action du fait des distributions de dividendes. Cette diminution devrait être moins compensée que par le passé par de fortes appréciations du portefeuille, sauf performance exceptionnelle de certaines lignes non appréciables à ce jour, celui-ci se réduisant au fil des années.

1.2.3. Poursuite de l'activité de la Société

A ce jour, la Société n'a pas l'intention de lancer de nouvelle offre publique de rachat avant l'expiration d'un délai de 12 mois, étant cependant entendu que la réduction régulière des fonds propres fait partie intégrante de la nouvelle stratégie rappelée ci-dessus et qu'une telle offre ne peut être totalement exclue pour le cas où des cessions rapprochées de lignes de participation particulièrement importantes apporteraient à la Société des liquidités excédant largement ses besoins pour la mise en œuvre de cette stratégie.

1.2.4. Orientation en matière d'emploi

L'Offre n'aura pas de conséquence en matière d'emploi.

1.2.5. Organisation de la Société

L'Offre n'aura pas de conséquence quant aux dispositions statutaires relatives à l'objet social ou aux modalités de gestion de la Société.

1.2.6. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

L'Offre ne s'inscrivant pas dans un projet de rapprochement entre sociétés, il n'existe pas de synergies ou d'économies qui lui sont liées. En outre, aucune perspective de fusion ne peut être envisagée dans le cadre de l'Offre.

1.2.7. Maintien de la cotation

L'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des actions de la cotation sur NYSE Euronext. Il est rappelé que dans sa séance du 19 avril 2005, l'AMF avait considéré que les modifications liées à la nouvelle stratégie de la Société décidée le 31 mai 2005 par son Assemblée générale mixte n'avaient pas le caractère significatif visé à l'article 236-6 de son Règlement général. En outre, l'AMF avait considéré qu'à supposer que ces modifications puissent être considérées comme significatives, notamment au regard de la modification de la durée de vie de la Société, elles n'emportaient pas de conséquences préjudiciables au regard des droits et intérêts des actionnaires de la Société. Sur ces bases, elle a estimé que le projet soumis n'était pas de nature à justifier la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait.

1.2.8. Actions détenues par la Société

Au 31 décembre 2009 la Société détenait 5.643 actions SIPAREX CROISSANCE dans le cadre de son contrat de liquidité. Il est rappelé que ce contrat de liquidité fait l'objet d'un bilan semestriel publié par la Société. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre.

1.2.9. Politique de dividendes

La Société entend poursuivre une politique de distribution de dividendes par action. Toutefois, la Gérance ayant privilégié la réalisation d'une nouvelle OPRA, il ne sera pas versé de dividendes en 2010 au titre de l'exercice 2009.

1.3. Teneur de l'Offre

1.3.1. Prix offert et nombre de titres visés

Neuflice OBC, agissant pour le compte de la Société, offrira aux actionnaires de la Société de leur racheter un nombre maximum de 851.063 actions de catégorie O à un prix de 23,50 euros par action. Neuflice OBC garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

Les éléments d'appréciation du prix offert sont présentés au paragraphe 2.

Dans le cadre de l'Offre, la Société a désigné, comme expert indépendant, la société RICOL LASTEYRIE (ci-après « **Ricol Lasteyrie** ») représentée par Madame Sonia Bonnet-Bernard en sa qualité d'Associée Gérante. Son rapport est présenté au paragraphe 3.

1.3.2. Nature des titres visés par l'Offre

Aux termes de l'article 6 des statuts, le capital social de la Société est divisé en 2.866.736 actions de catégorie O et 3.180 actions de catégorie B. Les actions de catégorie B ne sont pas négociées sur NYSE Euronext. La Société n'a pas émis d'autres valeurs mobilières qui, immédiatement ou à terme, donnent accès à son capital.

Il est rappelé qu'aux termes de l'article 6 des statuts de la Société, seul le Gérant, l'associé commandité et les membres de l'équipe de gestion peuvent souscrire, détenir ou acquérir des actions de catégorie B. Les membres de l'équipe de gestion sont les personnes physiques désignées par le Gérant comme étant les personnes qui, au moment de la souscription ou de l'acquisition de ces actions de catégorie B, (i) sont liées à la Société par un contrat de travail directement avec la Société, avec le gérant de la Société si le gérant est une personne morale, ou avec une société liée à la Société par un contrat de prestations de services ou de détachement pour la sous-traitance totale ou partielle de la gestion de la Société, ou (ii) y exercent des fonctions de dirigeant dont la rémunération est imposable dans la catégorie des traitements et salaires.

En conséquence, les titulaires des actions de catégorie B ont conclu avec SIGEFI, Gérant de la Société, un pacte d'actionnaires aux termes duquel chaque membre de l'équipe de gestion s'est engagé irrévocablement à ne pas céder d'actions de catégorie B sans avoir obtenu préalablement l'approbation expresse de SIGEFI. Il est précisé que, d'un accord commun avec SIGEFI, les titulaires d'actions de catégorie B ne céderont pas leurs titres dans le cadre de la réduction de capital, objet de l'Offre.

1.3.3. Mécanisme de réduction lié à l'Offre

Dans l'hypothèse où le nombre d'actions apportées à l'Offre serait supérieur à 851.063 actions, il serait procédé, conformément à l'article R 225-155 du Code de commerce, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction des demandes proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire.

Etant donné les intentions des principaux actionnaires de la Société (cf. paragraphe 1.6) d'apporter leurs titres à l'Offre, le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre sera supérieur à 851.063. Il sera donc procédé à une réduction des demandes.

1.3.4. Mise à disposition des informations relatives à l'Offre

Le projet d'Offre a été mis en ligne sur le site de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié le 1^{er} mars 2010 par l'AMF sur son site internet. Conformément à l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué sera diffusé par la Société sous forme d'avis financier dans le journal La Tribune. Un avis d'Offre publique de rachat d'actions est paru dans le journal d'annonces légales les Petites Affiches Lyonnaises ainsi qu'au B.A.L.O.

Le présent projet de note d'information est mis à la disposition du public gratuitement aux sièges de la Société et de Neuflyze OBC. Il est également mis en ligne sur le site internet de l'AMF et sur celui de la Société.

Après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, il est prévu que l'AMF déclare l'Offre conforme lors de sa séance du 23 mars 2010. Elle publiera sur son site internet une déclaration de conformité emportant visa sur le présent projet de note d'information.

La note sur les autres informations, notamment juridiques, financières et comptables, visées à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, sera déposée auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives à la Société, notamment juridiques, comptables et financières seront mises à la disposition du public gratuitement aux sièges de la Société et de Neuflyze OBC. Elles seront également mises en ligne sur le site internet de l'AMF et sur celui de la Société. Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié dans le journal La Tribune.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération. L'Offre sera ouverte pendant 20 jours calendaires du 25 mars 2010 au 13 avril 2010.

1.3.5. Transmission des ordres de vente pas les actionnaires

Les actionnaires détenteurs d'actions de la Société de catégorie O et désireux de répondre positivement à la présente Offre devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, remettre à l'intermédiaire habilité de leur choix (membres du marché, banques, établissements financiers) leurs demandes de rachat dans le cadre de l'Offre conformes au modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire. Cet intermédiaire financier fera déposer lesdites actions au compte NYSE Euronext.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au « nominatif pur » doivent demander l'inscription de leur titres en compte « nominatif administré » chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions.

Les demandes de rachat dans le cadre de l'Offre pourront être révoquées à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre, date à laquelle elles deviendront irrévocables.

Les actions apportées à l'Offre doivent être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

1.3.6. Règlement du prix – Annulation des actions rachetées – Centralisation de l'opération

La date de paiement du prix sera publiée par NYSE Euronext et le paiement effectué après que la Société aura constaté la réduction de capital social et l'annulation des actions rachetées. Il est prévu que la décision de la Gérance intervienne le 23 avril 2010.

La Société accepte de prendre à sa charge les frais de courtage (majorés de la TVA) dans la limite d'un taux de 0,30 % pour les transactions égales ou inférieures à 30.000 euros et d'un taux de 0,1 % pour les transactions supérieures à 30.000 euros.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par la Société dans les conditions et délais prévus par l'article R 225-158 du Code de commerce. Les actions ainsi annulées ne conféreront plus aucun droit social ; notamment, elles ne donneront plus droit aux dividendes.

La centralisation de l'opération sera assurée par NYSE Euronext. Le règlement de l'Offre sera assuré par Neuflyze OBC.

1.3.7. Calendrier prévisionnel de l'Offre

23 décembre 2009	- Conseil de Surveillance de la Société examinant la proposition de la Gérance d'étudier la réalisation d'une quatrième offre publique de rachat d'actions
26 février 2010	- Suspension de la cotation des actions de la Société - Avis favorable du Conseil de Surveillance de la Société sur l'Offre - Autorisation de l'Offre par le Conseil d'Administration de SIPAREX ASSOCIES (associé commandité) - Arrêté des comptes au 31 décembre 2009 par la Gérance de la Société - Décision de la Gérance de la Société de lancer l'Offre - Début du délai d'opposition des créanciers - Diffusion d'un communiqué relatif aux comptes annuels 2009 de la Société
1 ^{er} mars 2010	- Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF - Mise en ligne du projet de note d'information sur le site internet de la Société - Mise en ligne du projet de note d'information et de l'avis de dépôt sur le site internet de l'AMF - Mise à disposition gratuite du projet de note d'information aux sièges de la Société et de Neulize OBC - Publication d'un avis d'OPRA au BALO et aux Petites Affiches Lyonnaises
2 mars 2010	- Diffusion du communiqué de dépôt dans le quotidien La Tribune - Reprise de la cotation des actions de la Société
18 mars 2010 inclus	- Fin du délai d'opposition des créanciers
[23 mars] 2010	- Déclaration de conformité par l'AMF emportant visa sur la note d'information
[24 mars] 2010	- Mise à disposition gratuite de la note d'information visée par l'AMF - Mise en ligne de la note d'information visée sur les sites de l'AMF et de la Société - Dépôt à l'AMF et mise à disposition gratuite des autres informations (notamment juridiques, financières et comptables) relatives à la Société. Mise en ligne sur les sites de l'AMF et de la Société - Publication d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information et de ces informations - Avis AMF d'ouverture et calendrier de l'Offre
[25 mars] 2010	- Ouverture de l'Offre
[13 avril] 2010	- Clôture de l'Offre (20 jours calendaires après son ouverture)
[20 avril] 2010	- Publication de l'avis de l'AMF sur le résultat de l'Offre
[21 avril] 2010	- Publication de l'avis NYSE Euronext sur le résultat de l'Offre
[23 avril] 2010	- Décision de la Gérance d'annuler les actions, de constater la réduction de capital et la modification des statuts - Règlement-livraison de l'Offre

1.3.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre sur les actions de la Société est faite exclusivement en France. La diffusion du présent projet de note d'information, l'Offre, ainsi que l'acceptation de l'Offre, peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent projet de note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le présent projet de note d'information ne constitue ni une offre d'achat, ni une sollicitation d'une offre de vente d'instruments financiers dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. La Société décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

1.3.9. Conditions de financement et frais liés de l'Offre

L'acquisition des 851.063 actions visées par l'Offre représente pour la Société un investissement d'un montant total maximum de 19.999.980,50 euros hors frais liés à l'Offre. Cette somme est exclusivement financée par la trésorerie disponible de la Société. Les frais liés à l'Offre sont de l'ordre de 270.000 euros et ont été provisionnés dans les comptes 2009 de la Société.

1.4. Régime fiscal de l'Offre

Les informations contenues dans la présente note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en l'état de la législation fiscale française actuellement en vigueur. Les actionnaires sont donc invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel. Les non-résidents fiscaux doivent également se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence. Il est en outre précisé que les actionnaires pourront céder leurs titres sur le marché pendant la durée de l'Offre. Il pourrait alors en découler des modalités d'imposition différentes de celles décrites ci-après.

1.4.1. Régime fiscal pour la Société

Le rachat par la Société de ses propres actions dans le cadre de l'Offre, qui sera suivi de leur annulation, n'aura pas d'incidence sur l'imposition de son résultat dans la mesure où la Société est soumise au régime fiscal des SCR.

1.4.2. Régime fiscal pour les actionnaires

En l'état actuel de la législation (article 112-1° du Code Général des Impôts, modifié par l'article 85 de la loi de Finances pour 2002), les répartitions effectuées au profit des actionnaires dans le cadre d'un rachat de ses propres actions par la société émettrice en vue de leur annulation sont considérées comme des revenus distribués, à concurrence de l'excédent du prix de rachat sur le montant de ce prix qui présente pour les actionnaires, le caractère d'un remboursement d'apport.

Au vu de l'historique disponible des capitaux propres de la Société et compte tenu des imputations comptables, les montants qui seront attribués aux actionnaires seront considérés, pour chaque action rachetée, comme un remboursement d'apports (primes d'émission comprises) à hauteur de 15,58 euros et comme une distribution de revenus mobiliers à hauteur de 7,92 euros.

Le régime fiscal décrit ci-dessous tient compte des spécificités applicables aux sociétés de capital risque et à leurs actionnaires.

1) Pour les actionnaires, personnes physiques, ayant leur domicile fiscal en France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé

a) Le gain réalisé, dans la limite maximale de 7,92 euros égal à la différence entre le prix de rachat et le prix de revient, sera soumis à l'impôt selon les modalités suivantes, dépendant de l'origine fiscale des résultats et réserves de la Société sur lesquels sera imputé le prix de rachat des actions :

- à concurrence de 7,82 euros par action (ou 98,73 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), la fraction du gain, prélevé sur les plus-values nettes de cessions de titres réalisées par la SCR, sera soumis à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 18 % et aux différents prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles, soit 12,1 % actuellement)
- à concurrence de 0,10 euros par action (ou 1,27 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), la fraction du gain réalisé, prélevé sur les autres placements, sera soumis à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers au taux progressif ainsi qu'aux différents prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles soit 12,1 % actuellement). Compte tenu de la spécificité du régime fiscal applicable aux SCR, ce gain imposable ne pourra pas bénéficier de l'abattement de 40 % institué en remplacement de l'avoir fiscal, en l'absence de possibilité de procéder à la ventilation de ces revenus en fonction de leur nature et de leur origine. Il ne pourra pas bénéficier de l'abattement fixe sur les dividendes, de 1.525 euros, pour un contribuable célibataire, veuf ou divorcé, ou de 3.050 euros pour les couples mariés ou liés par un PACS soumis à imposition commune.

b) Les actionnaires qui ont pris l'engagement de conserver leurs actions pendant 5 ans, qui auront respecté cet engagement à la date du rachat de leurs actions et l'engagement de réinvestissement, pourront bénéficier de l'exonération du gain réalisé. Pour la computation de ce délai, les actions apportées à l'Offre seront considérées comme cédées à la date du règlement-livraison. Dans la mesure où l'engagement de conservation aura été respecté, l'actionnaire pourra être dispensé de réinvestir le montant du remboursement obtenu au titre du rachat de ses actions.

c) Pour les actionnaires qui ont pris l'engagement de conserver leurs actions pendant 5 ans, la cession de leurs actions dans le cadre de l'Offre, avant l'expiration de cet engagement, entraînera, non seulement la taxation du gain réalisé lors de l'Offre à l'impôt sur le revenu au taux progressif et le paiement des prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles, soit 12,1 % actuellement), mais également la remise en cause des exonérations obtenues au cours des années antérieures.

d) Les actionnaires possédant des actions pour lesquelles ils ont pris l'engagement de conservation, détenues pour partie depuis plus de 5 ans et pour partie depuis moins de 5 ans, devront considérer que les actions apportées à l'Offre sont réputées être, en priorité, celles qui ont été acquises ou souscrites depuis plus de 5 ans.

Par ailleurs, pour les actions souscrites dans le cadre du paiement du dividende en actions ou acquises en remploi du dividende exonéré, le délai de conservation et de réinvestissement de 5 ans est décompté à partir de la date de souscription des actions nouvelles ou de la date d'acquisition des actions en remploi.

Une confirmation de ces règles a été obtenue auprès de la Direction de la Législation Fiscale. Dans ces conditions, pour les actions détenues depuis plus de 5 ans, les actionnaires pourront bénéficier du régime visé au b) ci-dessus. Pour les actions détenues depuis moins de 5 ans, le régime visé au a) sera applicable.

e) En application de l'article 29 de la loi de finances rectificative pour 2005, le rachat des actions de la Société sera susceptible de dégager une plus value lorsque la partie traitée comme du revenu mobilier (7,92 euros) est inférieure au profit de remboursement.

Cette plus value sera exonérée d'impôt si les actions rachetées ont été acquises ou souscrites à compter du 1er janvier 2001, si le rachat intervient après la période de conservation de cinq ans et si les dividendes ont été réinvestis pendant cette période. La plus-value sera néanmoins soumise aux prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles, soit 12,1 % actuellement).

Dans les autres cas (actions acquises ou souscrites avant le 1er janvier 2001, cession avant l'expiration du délai de 5 ans) la plus-value de cession est imposable selon le régime de droit commun des plus-values sur valeurs mobilières, au taux de 18%, majoré des prélèvements sociaux de 12,1 %, soit 30,1 %, si le seuil des cessions de 25.830 euros est dépassé.

2) Pour les personnes physiques détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA

Sous certaines conditions, le gain réalisé sur le rachat sera exonéré d'impôt sur le revenu, le gain net réalisé dans le cadre du PEA sera soumis aux prélèvements sociaux lors de la clôture du PEA ou lors des retraits partiels, au taux applicable lors de ces opérations.

3) Pour les actionnaires, personnes morales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés

a) Le gain réalisé, dans la limite de 7,92 euros, égal à la différence entre le prix de rachat et le prix de revient, sera soumis à l'impôt selon les modalités suivantes, dépendant de l'origine fiscale des résultats et réserves de la Société sur lesquels sera imputé le prix de rachat des actions :

- à concurrence de 0,10 euros par action (ou 1,27 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), la fraction du gain sera soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de 33,33 % (le cas échéant majoré de la contribution sociale de 3,3 %) ;
- à concurrence de 5,27 euros par action (ou 66,54 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), la fraction du gain prélevée sur des plus-values nettes réalisées par la SCR sur titres détenus depuis au moins deux ans (autres que celles définies ci-dessous), sera soumise au régime des plus-values à long terme et imposée au taux de 15 % (majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3 %).
- à concurrence de 2,55 euros par action (ou 32,19 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), la fraction du gain prélevée sur des plus-values nettes réalisées par la SCR sur actions ou parts de sociétés, autres qu'à prépondérance immobilière, détenues depuis deux ans au moins par la SCR et si la SCR a détenu directement, seule ou en coinvestissement, au moins 5 % du capital de la société émettrice pendant au moins deux ans, sera soumise au régime des plus-values à long terme sur titres de participations et imposée au taux de 0 %.

b) Dans le cas où la partie traitée comme du revenu mobilier (7,92 euros) est inférieure au profit de remboursement, ce profit sera imposable selon le régime des plus values de cession d'actions des SCR ;

Pour les actions détenues depuis au moins 5 ans :

En application de l'article 17 de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, instituant l'article 219 I a sexies du Code Général des Impôts, la plus-value de cession réalisée en 2010 sera soumise au taux de 0 % à hauteur du rapport existant, à la date de rachat des actions la Société dans le cadre de l'Offre, entre :

- d'une part, la valeur des actions ou parts, autres qu'à prépondérance immobilière, détenues par la Société depuis 2 ans au moins et représentant 5 % au moins du capital de ses participations depuis deux ans au moins, majorée du prix de cession des actions ou parts de même nature en instance de distribution depuis moins de six mois,
- et d'autre part, la valeur de l'actif total de la Société.

Compte tenu de la valeur du portefeuille de la Société, appréciée au 31 décembre 2009, la plus-value à long terme serait imposable au taux de 0 % à concurrence de 55,23 % de son montant. L'excédent de la plus-value réalisée au titre des actions détenues depuis au moins 5 ans soit 44,77 % sera imposable au taux de 15 % (majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3 %).

Pour les actions détenues depuis moins de 5 ans :

La plus value sera imposable au taux de 33,33 % (majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 %).

4) Pour les actionnaires non résidents

4.1. L'actionnaire est une personne physique

a) Le gain, réalisé dans la limite de 7,92 euros par action, égal à la différence entre le prix de rachat et le prix de revient, sera soumis à l'impôt selon les modalités suivantes, dépendant de l'origine fiscale des résultats et réserves de la Société sur lesquels sera imputé le prix de rachat des actions :

- à concurrence de 7,82 euros par action (ou 98,73 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), le montant du remboursement considéré comme un revenu distribué, prélevé sur les plus-values nettes de cessions de titres réalisées par la SCR est soumis, à une retenue à la source au taux de 18 % (sous réserve d'un taux plus favorable prévu par une convention fiscale internationale).

Toutefois, ce coupon ne sera soumis à aucune retenue à la source si :

- l'actionnaire a son domicile fiscal dans un pays ou un territoire ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative,
 - l'actionnaire prend l'engagement de conserver les actions de la Société pendant 5 ans,
 - l'actionnaire réinvestit les dividendes pendant cette période de 5 ans selon les mêmes modalités que les actionnaires résidents,
 - l'actionnaire, avec son groupe familial ne détient pas, directement ou indirectement plus de 25 % des droits dans les bénéfices d'une participation de la Société.
- à concurrence de 0,10 euros par action (ou 1,27 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), le montant du remboursement considéré comme un revenu distribué, prélevé sur les autres placements, sera soumis à une retenue à la source de 25 % (sous réserve d'un taux plus favorable prévu par la convention fiscale internationale).

Toutefois, ce montant pourra être exonéré de toute retenue à la source si les conditions visées ci-dessus sont respectées.

b) Pour la partie du remboursement traitée comme une plus-value, ce profit sera exonéré en application des dispositions de l'article 244 bis C du CGI, sauf lorsque les droits dans les bénéfices de la société détenus par l'actionnaire, avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, ont dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription ou l'acquisition des actions de la SCR, auquel cas l'imposition est établie au taux de 18 %.

4.2. L'actionnaire est une personne morale

a) Le gain, réalisé dans la limite de 7,92 euros par action, égal à la différence entre le prix de rachat et le prix de revient, sera soumis à l'impôt selon les modalités suivantes, dépendant de l'origine fiscale des résultats et réserves de la Société sur lesquels sera imputé le prix de rachat des actions :

- à concurrence de 7,82 euros par action (ou 98,73 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), le montant du remboursement considéré comme un revenu distribué, prélevé sur les plus-values nettes réalisées par la SCR sur titres détenus depuis au moins 2 ans, est soumis, selon l'administration (instruction 4 H-5-02 du 24 octobre 2002, n° 133), à une retenue à la source au taux de 19 % (sous réserve d'un taux plus favorable prévu par une convention fiscale internationale).

Toutefois, ce coupon peut être exonéré de retenue à la source si :

- le bénéficiaire est une société ayant son siège de direction effective dans un Etat ayant conclu une convention fiscale avec la France comportant une clause d'assistance administrative,

- la distribution est comprise dans les bénéfices déclarés dans cet Etat, mais y bénéficie d'une exonération d'impôt.
 - à concurrence de 0,10 euros par action (ou 1,27 % du gain réalisé si ce dernier est inférieur à 7,92 euros), le montant du remboursement considéré comme un revenu distribué, prélevé sur les autres placements, sera soumis à une retenue à la source de 25% (sous réserve d'un taux plus favorable prévu par la convention fiscale internationale).
- b)** Pour la partie du remboursement traitée comme une plus-value, ce profit sera exonéré en application des dispositions de l'article 244 bis C du CGI, sauf lorsque les droits dans les bénéfices de la société détenus par l'actionnaire, avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, ont dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription ou l'acquisition des actions de la SCR, auquel cas l'imposition est établie au taux de 18 %.

1.5. Conditions juridiques de l'Offre

L'Assemblée générale mixte des actionnaires de la Société réunie le 29 avril 2009 a adopté la 8^{ème} résolution déléguant à la Gérance le pouvoir de réduire le capital social par voie d'offre publique de rachat d'actions, libellée ainsi :

« L'Assemblée Générale, connaissance prise des rapports de la Gérance, du Conseil de surveillance et des Commissaires aux comptes, et prenant acte de l'approbation donnée par la société SIPAREX ASSOCIES, associé commandité,

autorise la Gérance à réduire le capital social d'un montant nominal maximal de 13.875.000 €, par voie d'achat, par la Société, en vue de leur annulation, d'un nombre maximum de 925.000 actions d'un montant nominal de 15 €, pour un prix d'achat unitaire maximum de 33 € par action et un prix global maximum de 25.000.000 €,

délègue à la Gérance, conformément aux dispositions de l'article L. 225-204 du Code de commerce, pour une période expirant à l'issue de l'assemblée générale annuelle appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2009, le pouvoir d'arrêter le prix de rachat unitaire des actions, le montant maximum de la réduction de capital et le nombre maximum d'actions à annuler dans les limites qui viennent d'être fixées et de procéder en une ou plusieurs fois à sa réalisation,

et décide que la Gérance devra, avant de prendre toute décision en vertu de la présente délégation, obtenir l'avis favorable du Conseil de surveillance et l'accord préalable de SIPAREX ASSOCIES, associé commandité.

L'offre d'achat des actions de catégorie « O » prendra la forme d'une offre publique de rachat d'actions réalisée en conformité avec les lois et règlements en vigueur.

Les actions achetées seront annulées conformément à la loi et à la réglementation en vigueur et ne donneront pas droit aux dividendes et acomptes sur dividendes mis en distribution postérieurement à leur acquisition par la société.

La différence entre le prix d'achat des actions annulées et leur valeur nominale sera imputée sur le compte « primes d'émission », sur les réserves disponibles et, le cas échéant, sur le report à nouveau bénéficiaire.

En outre, l'Assemblée générale confère tous pouvoirs à la Gérance en vue de :

- *réaliser la réduction de capital autorisée dans le cadre de la présente résolution ;*

- en cas d'opposition des créanciers, prendre toute mesure appropriée, constituer toute sûreté ou exécuter toute décision de justice ordonnant la constitution de garanties ou le remboursement de créances ;
- au vu des résultats de l'offre publique de rachat d'actions, arrêter le montant définitif de la réduction du capital à due concurrence de la valeur nominale des actions achetées, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce ;
- procéder à la modification corrélative des statuts ;

et, d'une façon générale, faire tout ce qui sera nécessaire, prendre toutes les mesures et effectuer toutes les formalités utiles à la réalisation de la présente autorisation. »

1.6. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'Offre

Les actionnaires ci-dessous ont manifesté leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

Engagements d'apport des principaux actionnaires

	Actions au 31/12/09	Engagement d'apport
SIPAREX ASSOCIES ¹	536 932	536 932
GROUPE CDC	357 064	105 886
LYONNAISE DE BANQUE/CIC	142 378	142 378
CAISSE EPARGNE RHONE-ALPES	139 206	139 206
TIKEHAU CAPITAL	113 499	113 499
AQUASOURCA	83 355	83 355
GROUPE MEDERIC	59 920	59 920
CREDIT AGRICOLE CENTRE-EST	49 888	49 888
TOTAL	1 482 242	1 231 064

1. Associé commandité de la Société

Source : Société

Il est rappelé que (i) d'un accord commun avec SIGEFI, les titulaires d'actions de catégorie B ne cèderont pas leurs titres dans le cadre de l'Offre et (ii) que les actions détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre.

Il n'existe aucun autre accord relatif à l'Offre, susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, auquel la Société est partie ou dont elle aurait connaissance.

1.7. Incidence de l'Offre sur l'actionariat, les comptes et la capitalisation boursière

1.7.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

Au 31 décembre 2009, le capital de la Société était divisé en 2.869.916 actions (dont 2.866.736 actions de catégorie O et 3.180 actions de catégorie B). La répartition du capital et des droits de vote au 31 décembre 2009, sur la base des seules déclarations reçues par la Société de franchissements des seuils légaux visés au 1^{er} alinéa de l'article L.233-7 du Code de commerce et des déclarations reçues par la Société en application de l'article 9.II (Transmission des actions – Information) des statuts de la Société, était la suivante :

Actionnariat au 31 décembre 2009 – Il n'existe pas d'instrument dilutif au capital

	Actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
SIPAREX ASSOCIES ¹	536 932	18,71%	958 820	21,61%
GROUPE CDC	357 064	12,44%	714 128	16,09%
LYONNAISE DE BANQUE/CIC	142 378	4,96%	162 234	3,66%
CAISSE EPARGNE RHONE-ALPES	139 206	4,85%	254 796	5,74%
GROUPAMA	117 368	4,09%	147 368	3,32%
TIKEHAU CAPITAL	113 499	3,95%	145 174	3,27%
AQUASOURCA	83 355	2,90%	159 838	3,60%
MICHELIN	67 710	2,36%	135 420	3,05%
FCP AFER FLORE	64 602	2,25%	129 204	2,91%
MONETA MICRO ENTREPRISES	59 947	2,09%	59 947	1,35%
GROUPE MEDERIC	59 920	2,09%	119 840	2,70%
CREDIT AGRICOLE CENTRE-EST	49 888	1,74%	61 729	1,39%
AUTRES ACTIONNAIRES ²	1 072 404	37,36%	1 389 315	31,31%
SIPAREX CROISSANCE	5 643	0,20%		
TOTAL³	2 869 916	100,0%	4 437 813	100,0%

1. Associé commandité de la Société

2. Dont 3.180 actions de catégorie B non admises à la cotation

3. Dont 434.906 actions donnant droit à un dividende majoré

Source : Société

Compte tenu (i) de l'intention de la Société de ne pas apporter ses actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité, (ii) des intentions des principaux actionnaires mentionnées au paragraphe 1.6 et (iii) de l'estimation de la participation des autres actionnaires, l'actionnariat de la Société à la suite de l'Offre évoluerait ainsi :

Estimation de l'actionnariat au 31 décembre 2009 après annulation de 851.063 actions

Hypothèse d'une participation des Autres actionnaires à hauteur de 0% de leur participation

	Actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
SIPAREX ASSOCIES ¹	181 335	8,98%	323 817	10,82%
GROUPE CDC	251 178	12,44%	502 356	16,79%
LYONNAISE DE BANQUE/CIC	48 084	2,38%	54 790	1,83%
CAISSE EPARGNE RHONE-ALPES	47 014	2,33%	86 052	2,88%
GROUPAMA	117 368	5,81%	147 368	4,92%
TIKEHAU CAPITAL	38 331	1,90%	49 028	1,64%
AQUASOURCA	28 151	1,39%	53 981	1,80%
MICHELIN	67 710	3,35%	135 420	4,53%
FCP AFER FLORE	64 602	3,20%	129 204	4,32%
MONETA MICRO ENTREPRISES	59 947	2,97%	59 947	2,00%
GROUPE MEDERIC	20 237	1,00%	40 474	1,35%
CREDIT AGRICOLE CENTRE-EST	16 849	0,83%	20 848	0,70%
AUTRES ACTIONNAIRES ²	1 072 404	53,12%	1 389 315	46,43%
SIPAREX CROISSANCE	5 643	0,28%		
TOTAL³	2 018 853	100,0%	2 992 600	100,0%

1. Associé commandité de la Société

2. Dont 3.180 actions de catégorie B non admises à la cotation

3. Dont 434.906 actions donnant droit à un dividende majoré

Source : Estimations Neuflyze OBC

Estimation de l'actionnariat au 31 décembre 2009 après annulation de 851.063 actions
Hypothèse d'une participation des Autres actionnaires à hauteur de 50% de leur participation

	Actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
SIPAREX ASSOCIES ¹	354 864	17,58%	633 694	20,29%
GROUPE CDC	251 178	12,44%	502 356	16,08%
LYONNAISE DE BANQUE/CIC	94 099	4,66%	107 222	3,43%
CAISSE EPARGNE RHONE-ALPES	92 002	4,56%	168 396	5,39%
GROUPAMA	117 368	5,81%	147 368	4,72%
TIKEHAU CAPITAL	75 013	3,72%	95 947	3,07%
AQUASOURCA	55 090	2,73%	105 638	3,38%
MICHELIN	67 710	3,35%	135 420	4,34%
FCP AFER FLORE	64 602	3,20%	129 204	4,14%
MONETA MICRO ENTREPRISES	59 947	2,97%	59 947	1,92%
GROUPE MEDERIC	39 602	1,96%	79 204	2,54%
CREDIT AGRICOLE CENTRE-EST	32 971	1,63%	40 797	1,31%
AUTRES ACTIONNAIRES ²	708 763	35,11%	918 213	29,40%
SIPAREX CROISSANCE	5 643	0,28%		
TOTAL³	2 018 852	100,0%	3 123 406	100,0%

1. Associé commandité de la Société

2. Dont 3.180 actions de catégorie B non admises à la cotation

3. Dont 434.906 actions donnant droit à un dividende majoré

Source : Estimations Neuflyze OBC

1.7.2. Incidence sur les capitaux propres, les résultats consolidés

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés et sociaux de la Société ont été effectués, à titre indicatif, à partir des comptes consolidés (selon les normes IFRS) et sociaux de la Société pour l'exercice clos au 31 décembre 2009, sur la base des hypothèses suivantes :

- achat pour 1.999.980,50 euros au prix de 23,50 euros par action, soit 851.063 actions, puis annulation des actions rachetées ;
- réfaction de produits financiers au taux de 0,70 % l'an avant impôt sur la base d'un montant de 10.000.000 euros correspondant à la trésorerie normative de la Société ;
- frais liés à la transaction estimés à 270.000 euros avant impôt provisionnés dans les comptes 2009 ;
- compte tenu du régime fiscal des sociétés de capital risque, ces diminutions de revenus sont sans impact sur l'impôt sur les sociétés de la Société

Impact sur les capitaux propres au 31 décembre 2009

Données au 31 décembre 2009	Comptes sociaux	Comptes consolidés
Capitaux propres avant opération (K€)	57 654	66 624
Nombre d'actions avant opération	2 869 916	2 864 273
Capitaux propres par action (€)	20,09	23,26
Diminution des produits financiers (K€)	70	70
Réduction de capital (K€)	20 000	20 000
Capitaux propres après opération (K€)	37 584	46 554
Nombre d'actions après opération	2 018 853	2 013 210
Capitaux propres par action (€)	18,62	23,12
Incidence	-7,3%	-0,6%

Source : Neuflyze OBC

Impact sur le résultat net au 31 décembre 2009

Données au 31 décembre 2009	Comptes sociaux	Comptes consolidés
Résultat net avant opération (K€)	1 050	-3 919
Nombre d'actions avant opération	2 869 916	2 864 273
Résultat net par action (€)	0,37	-1,37
Diminution des produits financiers (K€)	70	70
Résultat net après opération (K€)	980	-3 989
Nombre d'actions après opération	2 018 853	2 013 210
Résultat net par action (€)	0,49	-1,98
Incidence	32,7%	44,8%

Source : Neuflyze OBC

1.7.3. Incidence sur la capitalisation boursière

Impact sur la capitalisation boursière

Cours de clôture le 25 février 2010	18,41
Nombre d'actions avant opération	2 869 916
Capitalisation boursière avant opération (K€)	52 835
Nombre d'actions après opération	2 018 853
Capitalisation boursière après opération (K€)	37 167
Incidence	-29,7%

Source : Neuflyze OBC

2. Eléments d'appréciation du prix offert

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre présentés ci-dessous sont une synthèse des travaux d'évaluation établis par Neuflyze OBC pour le compte de la Société selon les principales méthodes usuelles d'évaluation. Les travaux de Neuflyze OBC ont été notamment fondés sur les comptes sociaux et consolidés au 31 décembre 2009 de la Société, et sur le plan d'affaires prévisionnel de la période 2010 - 2014 fourni par la Société.

2.1. Critères d'évaluation écartés

2.1.1. Méthodes de valorisations analogiques

Ces méthodes consistent à identifier des sociétés ayant le même profil que la Société, en termes d'activité, de croissance et de rentabilité. Les valorisations issues des transactions boursières ou majoritaires extérieures, pour un échantillon de sociétés comparables, des multiples d'agrégats du compte de résultat (VE / CA, VE / RBE, VE / REX, P/E). L'application de ces multiples aux comptes de la Société permet de lui donner une valeur analogique.

Cette méthode n'est pas applicable à la Société en raison de son activité de fonds d'investissement :

- les stratégies d'investissement mises en œuvre par les équipes de gestion varient considérablement d'un fonds à un autre (investissements majoritaires ou minoritaires, allocations sectorielles et géographiques spécifiques, utilisation éventuelle de leviers financiers et fiscaux, horizons temporels d'investissement à court, moyen ou long terme ...).
- La structure de rentabilité et les retours sur investissement des fonds sont très variables.
- La rotation du capital des fonds de *private equity* de taille moyenne cotés en France est trop faible pour considérer que leurs cours de bourse reflètent la valeur de leur capital.

Pour ces raisons, la valeur des fonds d'investissement ne peut s'appréhender que de manière intrinsèque, par rapport à la valeur de leur portefeuille et à ses propres perspectives de retour sur investissement.

2.1.2. Méthode du cours de bourse

Tableau de synthèse des transactions boursières

Période	Cours moyen pondéré	Plus haut (€)	Plus bas (€)	Volume quotidien moyen	Rotation du capital ¹
Cours au 25/02/2010	18,41	18,65	18,41	1 925	n.s
20 jours de bourse	18,59	18,80	18,36	913	0,6%
60 jours de bourse	18,35	19,49	16,30	690	1,4%
120 jours de bourse	17,92	19,49	15,90	810	3,4%
250 jours de bourse	15,66	19,49	12,80	1 162	10,1%

1. Calculé à partir de 2.866.736 actions de catégorie O.

Source : NYSE Euronext

Durant les 250 dernières séances de bourse, il s'est échangé 290.523 actions O en circulation, soit 10,1 % des titres en circulation. Cette faible liquidité des actions de la Société ne permet pas de considérer le cours de bourse comme une référence de valorisation pertinente.

Il convient par ailleurs de noter que la Société n'est régulièrement suivie que par un analyste financier, ce qui n'est pas suffisant pour dégager un consensus sur les prévisions et sur la valeur de la Société.

2.1.3. Transactions sur le capital de la Société

La Société a déjà initié trois OPRA successives (cf. 1.2.1), ayant globalement porté sur 50% du capital de la société, soit 60 M€ Ces trois opérations seraient des références pertinentes pour apprécier la valeur de la Société si les trois conditions suivantes étaient vérifiées :

- elles portent sur une partie significative du capital de la Société ;
- elles ont été réalisées à un prix considéré comme équitable par les experts indépendants et le marché, et dans des conditions déclarées conformes par l'Autorité des marchés financiers ;
- aucun évènement significatif n'est intervenu depuis, susceptible de modifier substantiellement la valeur de la Société.

La crise économique et financière a considérablement modifié l'environnement de la Société. Dans ce contexte, la troisième condition n'est pas respectée et cette méthode de valorisation ne peut pas être retenue.

2.2. Critères d'évaluation retenus

2.2.1. Actif net consolidé aux normes IFRS

L'activité de la Société consistant à prendre des participations minoritaires dans des sociétés en vue de réaliser des plus values de cession, l'essentiel de son actif est constitué de TIAP. Conformément aux modalités d'évaluation des TIAP définies par les *Valuations Guidelines* préconisées par IPEV (International Private Equity and Venture Capital) et établies en cohérence avec les normes de référence IFRS, le portefeuille de TIAP est évalué à sa juste valeur dans les comptes consolidés.

La juste valeur des TIAP s'élevait à 46.339,61 K€ au 31 décembre 2009, soit 99,4 % de l'actif consolidé de la Société hors trésorerie. Les comptes consolidés de la Société étant établis selon les normes comptables IFRS, ils reflètent la juste valeur de son patrimoine. Le régime fiscal de la Société étant celui d'une société de capital risque, il n'existe pas de fiscalité sur les plus-values latentes de l'activité du portefeuille. L'actif net consolidé par action reflète donc bien la juste valeur des actions de la Société. Il convient de noter qu'au titre de l'exercice 2009 et pour la seconde année consécutive, les actions de catégorie B ne bénéficient d'aucun dividende. Par conséquent il n'y a pas d'impact sur la situation nette revenant aux actions O.

Bilan consolidé aux normes IFRS au 31 décembre 2009

Données en K€	31/12/2009
Immobilisations non financières	45,2
Actifs financiers évalués à la juste valeur	46 339,6
Autres actifs	166,5
Dividendes et intérêts à recevoir	55,8
Trésorerie	22 818,6
Dettes courantes	1 140,2
Dettes rattachées au portefeuille	1 625,7
Intérêts minoritaires	36,3
Actif net comptable consolidé part du groupe	66 623,6
Dividendes prioritaires revenant aux actions B	0,0
Actif net corrigé	66 623,6
Nombre d'actions composant le capital ¹	2 864 273
Actif net comptable par action (€)	23,26

1. Non comprises les 5.643 actions propres au 31/12/2009.

Source : Société

2.2.2. Actif net réévalué

Pour réévaluer le portefeuille des participations, nous avons actualisé les flux de trésorerie futurs dégagés, calculés comme la différence entre (i) les produits de cession augmentés des revenus tirés des participations et (ii) les charges de fonctionnement et les réinvestissements.

Le taux d'actualisation retenu correspond au taux de rendement attendu sur les actions. Le portefeuille des participations de la Société étant fortement diversifié, nous avons retenu un coefficient bêta de 1 par rapport à l'indice de référence du CAC 40. Nous avons retenu le taux d'actualisation d'Associés en Finance au 31 janvier 2010, à savoir 10,03% (la prime de marché s'établissant à 6,83%).

Actif net réévalué de la Société

Données en K€	Actif net social 31/12/2009	Actif net réévalué 31/12/2009
Immobilisations non financières	45,0	45,0
Immobilisations financières nettes	37 264,0	45 306,4
Actions propres et contrat de liquidité	200,0	200,0
Produits à recevoir sur les immobilisations financières	55,0	55,0
Autres créances & comptes de régul. actif	161,0	161,0
Trésorerie	22 648,0	22 648,0
Produits à recevoir sur actif circulant	30,0	30,0
Fournisseurs & comptes rattachés	815,0	815,0
Dettes fiscales & sociales	308,0	308,0
Dettes rattachées à des participations	1 626,0	1 626,0
Autres dettes	0,0	0,0
Actif net	57 654,0	65 696,4
Nombre d'actions composant le capital social	2 869 916	2 869 916
Actif net par action (€)	20,09	22,89

Source : Neuflyze OBC

2.2.3. Actualisation des distributions aux actionnaires

Nous avons actualisé au 31 décembre 2009 au taux de 10,03 % le montant des dividendes par action, en tenant compte de la relation des actionnaires qui ne participeraient pas aux opérations de réduction de capital avant 2014. La somme des distributions par action de catégorie O ressort à 24,35 euros au 31 décembre 2009.

Nous avons par ailleurs actualisé au 31 décembre 2009 au taux de 10,03 % le montant des dividendes et les produits des réductions de capital jusqu'en 2014. La somme des distributions totales ressort à 22,41 euros par action au 31 décembre 2009.

2.2.4. Synthèse d'évaluation

Critères d'évaluation	Bas de fourchette	Haut de fourchette	Milieu de fourchette	Prime offerte ¹
Présenté à titre indicatif				
Cours de bourse	16,10	19,49	17,90	31,28%
Critères retenus				
Actif net comptable consolidé			23,26	1,03%
Actif net réévalué			22,89	2,66%
Distribution aux actionnaires	22,41	24,35	23,38	0,51%

1. Prime offerte par le prix de l'Offre de 23,50 € par rapport au milieu de la fourchette

Source : Neuflyze OBC

3. Rapport de l'expert indépendant



2 avenue Hoche - 75008 Paris
Tél.: +33 (0)1 44 15 15 15
Fax : +33 (0)1 44 15 25 50

A la Gérance de la société Siparex Croissance,

Dans le cadre de l'Offre publique de rachat d'actions portant sur les actions de la société Siparex Croissance, ci-après désignée la « Société », en vue de la réduction de son capital, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

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

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Siparex Croissance, sa banque-conseil et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'opération

1.1 Présentation de la société initiatrice : Siparex Croissance

Siparex Croissance est une société en commandite par actions au capital social de 43 048 740 € ayant son siège social au 139, rue Vendôme 69006 Lyon, identifiée sous le numéro 312 056 641 RCS Lyon et qui a pour activité la prise de participations minoritaires dans des entreprises de taille moyenne, non cotées. L'équipe de gestion est regroupée dans la société Sigefi Private Equity, gérant de Siparex Croissance, appartenant également au « groupe Siparex ».

Le capital de Siparex Croissance se compose de 2 869 916 actions d'une valeur nominale de 15 euros, réparties entre 2 866 736 actions ordinaires O admises aux négociations sur le Compartiment C de l'Eurolist d'Euronext Paris (dont 5 643 actions auto-détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité au 31 décembre 2009, 434 906 actions O bénéficiant du dividende majoré) et de 3 180 actions B détenues par les membres de l'équipe de gestion de la Société, les actions B n'étant pas négociées sur l'Eurolist d'Euronext Paris).

Au 31 décembre 2009, le portefeuille de Siparex Croissance est composé de 109 lignes de participation dans des secteurs d'activité diversifiés, représentant 50 entités économiques (hors ventures).

1.2 Contexte et termes de l'Offre sur les actions Siparex Croissance

Cette offre publique s'inscrit dans le cadre de la stratégie adoptée en mai 2005 ayant pour objet d'aligner la gestion de Siparex Croissance sur celle d'un fonds de capital investissement à durée de vie limitée à 10 ans. Ce nouveau mode de gestion s'est traduit par un arrêt des investissements dès le début de l'année 2006, la trésorerie générée par les cessions étant reversée aux actionnaires sous forme de dividendes ou de réductions de capital (OPRA).

Trois précédentes Offres sont intervenues en janvier 2006, février 2007 et avril 2008, portant respectivement sur 14,3 %, 16,3 % et 19,4% du capital de Siparex Croissance.

La présente Offre, portant sur un montant maximum de 19 999 980 € au prix de 23,50 € par action, constitue ainsi la quatrième opération de rachat d'actions depuis le changement de stratégie. Elle vise un nombre maximum de 851 063 actions O sur les 2 861 093 titres O émis par la Société (hors auto-contrôle), soit environ 29,7 % de son capital social au 31 décembre 2009.

2. Déclaration d'indépendance

2.1 Rappel des interventions antérieures auprès des personnes concernées par l'opération et leurs conseils

Nous sommes intervenus en mars 2005 en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet de réorganisation de la stratégie financière de la société Siparex Croissance, ayant conduit à modifier la gestion pour la rapprocher de celle d'un fonds à durée de vie limitée. Notre rôle consistait à émettre une appréciation concernant l'analyse, pour les actionnaires de Siparex Croissance, des conséquences de la mise en place de cette nouvelle stratégie.

Nous sommes ensuite intervenus fin 2006 et début 2008, conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des Offres Publiques de Rachat d'Actions (OPRA) ouvertes du 5 au 26 février 2007 inclus et du 20 mars au 8 avril 2008 inclus. Ces offres ont respectivement porté sur 16,3 % et 19,4 % du capital de la Société.

Les Offres successives s'inscrivent dans le cadre de la stratégie adoptée en mai 2005 et sont constitutives d'une même opération continue. Cette nouvelle mission se trouve donc être la prolongation de la précédente.

En outre, nous précisons que le budget généré par ces missions n'est pas de nature à affecter l'indépendance de notre société puisqu'il représente moins de 1 % du chiffre d'affaires de son pôle Evaluation-Attestation d'équité.

2.2 Attestation

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

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à étudier les modalités de détermination du prix offert dans le cadre de l'Offre projetée, et à procéder à notre propre évaluation multicritère.

Nous avons dans ce cadre analysé les informations financières (comptes et rapports, présentations aux analystes...) publiées par la société Siparex Croissance au titre des exercices 2008 et 2009.

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

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5.

4. Evaluation de la société Siparex Croissance

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Nous avons également pris connaissance du rapport d'évaluation établi par le département Corporate Finance de la banque Neuflyze OBC, banque présentatrice de l'Offre.

4.1 Rappel des interventions antérieures auprès des personnes concernées par l'opération et leurs conseils

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes.

4.1.1 Méthode des multiples observés sur des sociétés comparables

Cette méthode consiste à valoriser une société par application de multiples sectoriels, calculés sur la base d'un échantillon de sociétés comparables cotées.

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où les sociétés cotées dont l'activité se rapproche de celle de Siparex Croissance ne présentent pas les mêmes profils d'investissement, s'agissant soit de sociétés holdings de groupes industriels soit, pour un petit nombre d'entre elles, de sociétés de portefeuille, spécialisées dans des opérations à effet de levier de taille importante.

Pour mémoire, positionné sur les valeurs mid-cap, le portefeuille de Siparex Croissance se compose en grande majorité de participations minoritaires dans le cadre d'investissements en capital développement. Siparex Croissance est également positionné, dans une moindre mesure, sur des lignes de participation en Leverage Buy Out.

De plus, la valeur d'une société de portefeuille dépend moins de la rentabilité historique de cette dernière que de la valeur intrinsèque des lignes sous-jacentes composant le portefeuille, à la date d'évaluation.

4.1.2 Méthode de la référence au cours de bourse de la société

Le cours de bourse du titre Siparex Croissance, compte tenu de la faiblesse des volumes échangés, a été examiné uniquement à titre informatif.

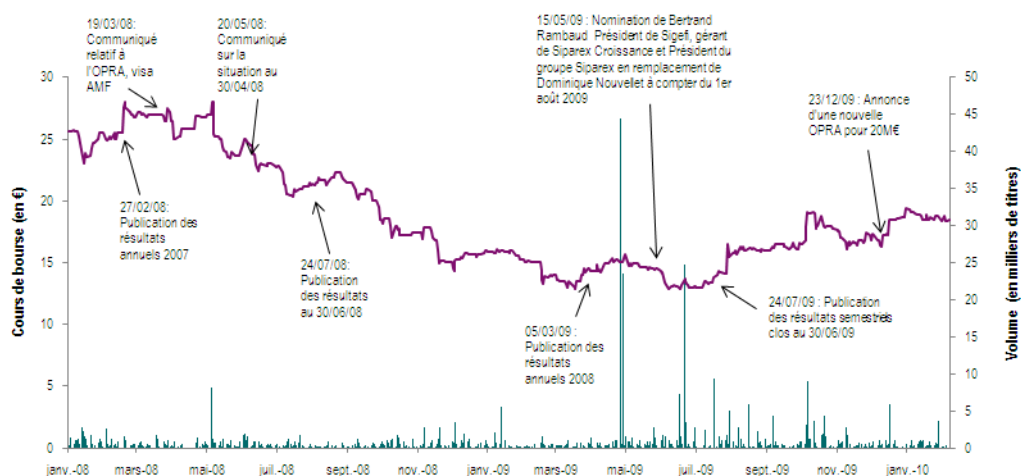
L'action Siparex Croissance, admise en bourse le 11 juin 1991 sur le Second Marché, se négocie aujourd'hui sur l'Eurolist Compartiment C d'Euronext Paris.

Pour mémoire, le marché avait réagi positivement à l'annonce du mode de gestion de la société (fonds à durée de vie limitée). Depuis la réforme du mode de gestion de la Société, la trésorerie générée par les revenus du portefeuille et les cessions des participations, est distribuée par voie de distributions de dividendes et/ou par voie d'offres suivies de réduction de capital.

L'OPRA annoncée le 23 décembre 2009 est la quatrième opération de ce type depuis le changement de stratégie opéré en 2005.

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Siparex Croissance et les volumes échangés quotidiennement depuis le 1er janvier 2008.

Evolution du cours de Siparex Croissance depuis le 1er janvier 2008



Impacté par la crise financière sur 2008 et le premier trimestre 2009, le titre Siparex Croissance est positionné sur une tendance haussière depuis juin 2009.

Sur l'année 2009, le cours de Siparex Croissance a atteint son point le plus bas, 12,89 € le 23 mars. Au début du second trimestre le cours s'est légèrement relevé pour se maintenir aux environs de 15 € avant de retomber autour de 13 € jusqu'à la publication des résultats semestriels au mois de juillet. Le cours s'est ensuite progressivement redressé tout au long du second semestre 2009 jusqu'au début de l'année 2010 pour atteindre son point le plus haut, 19,35 € le 8 janvier 2010. Depuis cette date, le cours se maintient autour de 18,5 €

Les volumes échangés sur la période observée sont très faibles à l'exception de deux pics observés en mai et juin 2009.

Le cours moyen pondéré des volumes a progressé de 6% au cours des six derniers mois, passant de 17,61 € à 18,66 €

	Cours moyen (en €)	Cours moyen pondéré des vol. (en €)	Vol. quotidien moyen (en milliers de titres)	% des titres émis hors autocontrôle
Spot (12/02/2010)	18,40	na	na	
1 mois	18,65	18,66	0,70	0,02%
3 mois	17,91	17,92	0,70	0,02%
6 mois	17,40	17,61	0,80	0,03%
12 mois	15,80	15,56	1,10	0,04%

Plus haut-12 mois	19,35
-------------------	-------

Plus bas- 12 mois	12,89
-------------------	-------

(source : Datastream)

Il faut toutefois souligner que la liquidité du titre reste extrêmement faible puisqu'au cours de l'année passée seuls 20 % du flottant ont fait l'objet d'échange sur le marché. L'intégration par le marché du processus de liquéfaction progressif du fonds par opérations de réduction de capital successives limite, pour partie, la liquidité du titre.

Analyse de la liquidité du titre Siparex Croissance

% flottant	49%
Flottant en nombre d'actions	1 392,0
Titres échangés sur l'année passée	285,2
Taux de rotation du flottant	20%

Par ailleurs la valeur est suivie par un seul bureau d'analystes financiers, Portzamparc. La société nous a communiqué deux notes d'analyse émanant de Portzamparc en date du 8 mai 2009 et du 9 octobre 2009, lesquelles n'intègrent aucune prévision de cours.

Pour ces raisons, le cours de bourse n'est présenté qu'à titre informatif.

4.1.3 Référence aux transactions récentes sur le capital

Nous avons considéré la précédente offre close le 8 avril 2008, soit la troisième depuis le changement de stratégie opéré par Siparex Croissance en 2005. Cette offre a porté sur 19,4% du capital de Siparex Croissance, soit 668 896 actions au prix de 29,90 €

Nous observons que le prix offert intégrait le dividende à verser au cours du premier semestre suivant l'offre. Aucun nouvel investissement n'étant venu reconstituer le volume antérieur d'espérances de gains futurs, le prix de l'offre précédente devrait être corrigé de l'ensemble des sommes distribuées aux actionnaires depuis sa réalisation, soit le montant des dividendes ordinaires distribués au titre des exercices 2007 et 2008 et le montant consacré au rachat des actions lors de l'opération de réduction de capital close le 8 avril 2008 (20 millions d'euros).

Ainsi le prix proposé pour la présente opération de réduction de capital fait ressortir une décote de 8,7% par rapport à la valeur par action extériorisée par référence à la méthode des transactions récentes. Cette décote s'explique notamment par la dégradation du marché actions observée depuis la clôture de l'offre précédente. Pour mention, les indices de marché Euronext Alternext All Shares et SBF 250 ont respectivement cédé 50% et 30% depuis avril 2008.

(en k€)	OPRA n°3
Date fin de l'offre	8-avr.-08
Nombre d'actions O à l'époque (1)	3 444 519
Prix par action proposé (2)	29,90
Valeur des actions O (1) x (2)	102 991
Cash distribué pour l'OPRA n°3	-20 000
Coupon 2007	-6 344
Coupon 2008	-2 856
Valeur à ce jour	73 791
Soit par action (€)	25,74
Prime / (décote)	-8,7%

La pertinence de cette méthode doit être relativisée du fait de la crise des marchés financiers intervenue depuis l'offre précédente, laquelle a considérablement modifié l'environnement de la Société. Dans ce contexte, nous ne retiendrons pas cette référence.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu à titre principal les méthodes de valorisation suivantes :

- Actif Net Consolidé en normes IFRS ;
- Actif Net Réévalué appréhendé sur la base des flux futurs des produits nets des cessions ;
- Actualisation des flux de trésorerie futurs revenant aux actionnaires.

4.2.1 Actif net consolidé en normes IFRS

L'application des principes IFRS impose de comptabiliser le portefeuille de participations à sa juste valeur à l'actif du bilan. Compte tenu de l'activité de la Société, entièrement dédiée à la gestion de son portefeuille de participations, aujourd'hui en voie de liquéfaction progressive jusqu'à sa fin de vie programmée fin 2014, l'application de la méthode de l'Actif Net Consolidé nous paraît pertinente.

Afin de nous assurer de la juste valeur du portefeuille de participations, nous avons mené les diligences suivantes :

- nous avons sélectionné un échantillon de participations sur la base de l'évolution des valorisations et des objectifs de réalisation, représentant 55% du portefeuille en valeur au 31 décembre 2009 ;
- nous avons mené des entretiens avec les co-présidents du Comité exécutif des activités Capital développement et responsables des participations sélectionnées, au cours desquels les valeurs ont été analysées ;
- au 31 décembre 2009, plus de 60% du portefeuille en valeur est valorisé selon les multiples de résultat (parfois provisionnés) ou en référence à un prix de transaction. Nous avons donc axé notre revue sur les participations évaluées selon ces méthodes et avons obtenu des explications permettant de justifier le recours à ces méthodes d'évaluation.

Sur la base de nos travaux de revue, la juste valeur du portefeuille de participations telle qu'elle ressort des comptes au 31 décembre 2009, soit 46 340 milliers d'euros, n'appelle pas de commentaire de notre part. Nous nous sommes assurés auprès des commissaires aux comptes que les comptes 2009 seraient certifiés sans réserve.

La mise en œuvre de cette méthode fait apparaître un prix par action, se décomposant comme suit :

Actif net consolidé par action	
En K€	31/12/2009
Autres immobilisations	45
Portefeuille évalué en juste valeur	46 340
Autres actifs	167
Dividendes et intérêts à recevoir	56
Trésorerie	22 819
Provisions pour risques	
Dettes courantes	-1 140
Dettes rattachées au portefeuille	-1 626
Intérêts minoritaires	-36
Actif net comptable consolidé part du groupe	66 624
Nombre d'actions (hors actions auto détenues) (1)	2 864 273
Actif net par action O et B (en €)	23,26
ANC retraité de la rem. aléatoire part B actualisée (en €)	23,26
(1) : actions auto détenues au 31/12/2009 (5 643)	1,03%

Notons que la rémunération aléatoire des actions B est quasi-nulle sur la période 2009-2014 compte tenu de son mode calculatoire assis sur le franchissement de seuils de performance avec effet rétroactif sur plusieurs exercices.

Le prix de l'offre fait ressortir une prime de 1% par rapport à la valeur de l'Actif Net Consolidé en normes IFRS qui s'élève à 23,26 € par action, après déduction de la part revenant aux actionnaires B.

4.2.2 Actif Net Social Réévalué appréhendé sur la base des flux futurs des produits nets des cessions

La méthode de l'actif net social réévalué consiste à réévaluer la valeur des capitaux propres comptables de la société des plus ou moins values de cession attendues de la réalisation des lignes de participation en portefeuille. La valeur des immobilisations financières est alors appréhendée, non pas à sa valeur comptable, mais à la somme actualisée des prix de cession attendus par le management de la société pour chacune des lignes de participation en portefeuille. Le taux d'actualisation à retenir correspond au coût moyen pondéré des capitaux investis.

Cette méthode de valorisation nous paraît pertinente et particulièrement adaptée dans le cadre de la stratégie de liquéfaction progressive car elle permet de prendre en considération le montant et le calendrier des cessions projetées de l'ensemble des lignes en portefeuille.

Le taux d'actualisation

Nous avons retenu un taux de 10 %, correspondant au coût des fonds propres défini par application de la méthode du MEDAF, la Société ne portant, de par son activité, aucune dette à son passif¹. Le bêta retenu s'élève à 1 compte tenu de la nature diversifiée du portefeuille de participations géré par Siparex Croissance.

¹ Le coût des fonds propres ressort donc à 10% sur la base des éléments suivants :

- prime de risque du marché : 4,8%, taux Associés en Finance à fin janvier 2010 ;
- taux sans risque 5,2% taux Associés en Finance à fin janvier 2010, calculé par différence entre l'espérance de rentabilité du marché (E(Rm) selon les données Associés en Finance) et la prime de risque définie ci-dessus ;
- bêta : 1

La valeur réelle du portefeuille a été appréhendée par actualisation des flux de cession nets des charges de fonctionnement, attendus pour chaque ligne du portefeuille dans le cadre de la stratégie de liquéfaction progressive du portefeuille, sur la période 2010-2014.

Nous avons réalisé une étude de sensibilité de la valeur en fonction du taux d'actualisation et du pas d'actualisation retenu (un pas de 0,5 pour une actualisation sur une période mi année, ou un pas de 1 pour une actualisation en fin d'année).

Synthèse des valeurs

Les valeurs obtenues sont résumées dans le tableau ci-dessous :

Actif net réévalué par action			
Sensibilité au taux d'actualisation	9,0%	10,0%	11,0%
Flux actualisés à mi-année	23,88	23,64	23,42
Flux actualisés en fin d'année	23,17	22,87	22,59

Selon cette méthode, la valeur ressort dans une fourchette comprise entre 22,87 € et 23,64 €, soit 23,26 € en milieu de fourchette. Le prix d'offre fait ressortir une prime de 2,7% sur le bas de fourchette et une décote de 0,6% sur le haut de fourchette.

Pour mention, la société de capital risque Siparex Croissance n'a plus que cinq années de vie pour liquider l'ensemble de ses lignes en portefeuille. Dès lors se pose la problématique dite du « fond de cuve », termes désignant les participations qui ne pourront être cédées par un processus de cession classique et devront faire l'objet de vente à prix dégradé à des fonds spécialisés. Les décotes observées sur ce type de reclassement sont généralement significatives.

L'évolution du contexte économique et financier est imprévisible et il est à ce jour impossible de mesurer l'ampleur de cette problématique de « fond de cuve » pour Siparex Croissance. L'activité des années 2010 et 2011 sera déterminante.

Notons toutefois les mesures de prudence entreprises par l'équipe de gestion qui tendent à protéger la valeur du portefeuille :

- Politique de provisionnement relativement conservatrice ;
- Cadencement prévisionnel des cessions positionnant la liquéfaction du fonds dès 2012, soit deux ans avant sa fin de vie statutaire ;
- Multiples de sortie mesurés.

4.2.3 Actualisation des flux futurs de trésorerie revenant aux actionnaires

Cette méthode consiste à actualiser l'ensemble des flux revenant aux actionnaires, dividendes et montants consacrés aux opérations de réduction de capital. Le taux d'actualisation retenu correspond au rendement attendu par le marché, soit le coût des capitaux propres.

Cette méthode est particulièrement adaptée pour la valorisation de Siparex Croissance, compte tenu de son mode de gestion comparable à celui d'un fonds d'investissement à durée de vie limitée. En effet, la date de liquidation du fonds est connue de manière certaine et l'ensemble des revenus du fonds est reversé aux actionnaires par voie de distribution de dividendes ou de réduction de capital.

Nous plaçons notre analyse du point de vue d'un actionnaire apportant à chaque offre sa quote-part d'actions. Le profil de son portefeuille d'actions Siparex Croissance suit ainsi les prévisions du business plan, jusqu'à l'extinction du fonds, tant en matière de distribution de dividendes que de réduction de capital.

Nous avons retenu un facteur d'actualisation reflétant un flux disponible à mi année pour les rachats d'actions et pour les versements reçus au titre des dividendes (e.g. 0,5 pour 2010...).

Sur la base d'un taux d'actualisation égal au coût des fonds propres (cf § 4.22), soit 10 %, la valeur d'une action Siparex ressort entre 22,06 € et 22,75 € en fonction d'une sensibilité au taux d'actualisation de +/- 0,5 point, avec une valeur centrale à 22,40 €

Le prix de l'offre fait ressortir une prime comprise entre 3,3 % et 6,5 % par rapport à la fourchette de valeurs par action.

5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par la banque présentatrice

Le département Corporate Finance de la banque Neufilize OBC, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation figurant au paragraphe 2 de la note d'information de la société Siparex Croissance, résumant son rapport d'évaluation détaillé, qui nous a été communiqué et que nous avons analysé.

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Siparex Croissance :

Méthodes d'évaluation écartées

- Méthodes de valorisation analogiques ;
- Méthode du cours de bourse ;
- Méthode des transactions sur le capital de la société.

Méthodes d'évaluation retenues

- Actif net consolidé en normes IFRS ;
- Actif net réévalué (ANR) ;
- Actualisation des distributions futures aux actionnaires.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation avec la banque sur le rejet des méthodes des comparables boursiers, du cours de bourse et des transactions sur le capital de la société.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

5.2.1 Méthode de l'actif net consolidé en normes IFRS

Le choix de cette méthode n'appelle pas de commentaire de notre part, l'ayant nous-mêmes retenue à titre principal.

S'agissant des modalités de mise en œuvre de la méthode, nous n'avons pas relevé de divergence entre les analyses présentées par la banque présentatrice et nos propres travaux.

5.2.2 Méthode de l'actif net social réévalué sur la base des flux futurs de trésorerie

Le choix de cette approche n'appelle pas de remarque de notre part, ayant nous-mêmes retenu une méthode de valorisation par l'actif net social réévalué.

Nous observons toutefois une légère divergence méthodologique sur le choix du dernier flux distribué aux actionnaires à la liquidation du fonds. La banque présentatrice a retenu la valeur des capitaux propres alors que nous avons privilégié une approche par les flux en retenant la trésorerie résiduelle nette des dettes courantes. Notons que l'impact de cette dissimilitude n'est pas significatif, portant uniquement sur un montant de 0,2 million d'euros (valeur 2014 non actualisée).

En outre, s'agissant des hypothèses retenues, nous avons réalisé une étude de sensibilité de la valeur, en fonction du pas d'actualisation retenu (actualisation à mi année, ou en fin d'année), alors que la banque présentatrice a retenu la seule actualisation en fin de période.

5.2.3 Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs revenant aux actionnaires

La banque présentatrice a choisi d'appliquer cette méthode selon deux options afin de présenter une fourchette de valeurs : la première est fondée sur la situation d'un actionnaire qui ne participe à aucune des opérations de réduction de capital avant 2014 (24,35 € par action), alors que la seconde correspond à la situation d'un actionnaire apportant à chaque offre sa quote-part de détention du capital (22,41 € par action).

Cette dernière option n'appelle aucune observation de notre part, l'ayant nous-mêmes appliquée pour la valorisation de Siparex Croissance, dans les mêmes termes et sur la base d'hypothèses similaires.

Par contre l'option prenant en compte la situation d'un actionnaire ne participant à aucune des opérations de réduction de capital avant la liquidation du fonds appelle les commentaires suivants de notre part. La méthodologie appliquée par la banque présentatrice dans le cadre de cette option consiste à actualiser les dividendes et les capitaux propres réévalués en fin de période en tenant compte de la relation des actionnaires ne participant pas aux opérations de réduction de capital avant 2014. L'hypothèse de calcul de l'effet de relation consiste à fixer, pour les prochaines opérations de réduction de capital prévues par la société, un prix de rachat identique à celui proposé pour la présente OPRA. Cette hypothèse implique un maintien de la valeur du portefeuille malgré son érosion mécanique et l'imprévisibilité de l'évolution du contexte économique. Nous considérons que les incertitudes pesant sur les hypothèses formulées affectent la pertinence de cette approche.

6. Synthèse de nos travaux

6.1 Valeurs retenues

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'opération, soit 23,50 € fait ressortir les primes ou décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

	Banque présentatrice			Expert Indépendant (1)			Prime / Décote (1) par rapport au prix de l'offre		
	+ bas	Valeur centrale	+ haut	+ bas	Valeur centrale	+ haut	+ bas	Valeur centrale	+ haut
A titre principal									
Actif Net Consolidé	na	23,26	na		23,26		na	1,0%	na
Actif Net Réévalué	na	22,89	na	22,87	23,26	23,64	2,7%	1,0%	-0,6%
Distributions futures de trésorerie aux actionnaires	22,41	23,38	24,35	22,06	22,40	22,75	6,5%	4,9%	3,3%
A titre indicatif									
Cours de bourse (1)	16,10	17,90	19,49		17,91		na	31,2%	na

(1) : pour la banque présentatrice, référence aux cours minimum et maximum observés entre le 12 janvier et le 12 février 2010 / pour Ricol Lasteyrie, référence au cours moyen pondéré trois mois au 12 février 2010

6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Notre rapport n'est pas établi dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire.

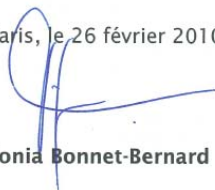
A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 23,50 € par action offert dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 1% sur les valeurs ressortant de la méthode de l'actif net consolidé ;
- présente une prime comprise entre 3,3% et 6,5% sur les valeurs ressortant de l'actualisation des distributions futures de trésorerie aux actionnaires ;
- présente une prime de 1% sur la valeur moyenne ressortant de la méthode de l'actif net réévalué.

Ces résultats sont à mettre en regard des risques de perte de valeur auxquels est exposé une société de capital risque à durée de vie limitée à proximité de sa fin de vie. L'impact de la problématique de « fond de cuve » pour Siparex Croissance ne peut être apprécié à ce jour et la dynamique de cession des lignes de participation restant en portefeuille sera déterminante au cours des deux prochaines années.

Dans ce contexte, le prix de 23,50 € proposé est équitable dans le cadre d'une offre facultative pour les actionnaires minoritaires.

Paris, le 26 février 2010



Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

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

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

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

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission. Cette charte est téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES PAR RICOL LASTEYRIE AU COURS DES 24 DERNIERS MOIS

Au cours des 24 derniers mois, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
mars-09	Gecimed	Gecina	ODDO	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA
octobre-08	GL TRADE	SunGard	Oddo Corporate Finance	OPAS
août-08	Ilog	CITLOI (filiale détenue indirectement à 100% par IBM)	UBS / Natixis	OPA
avril-08	Geodis	SNCF Participations	UBS / Deutsche Bank	OPA
avril-08	Neuf Cegetel	SFR	JP Morgan / Calyon / Société Générale / Natixis / Crédit Mutuel-CIC	OPAS
février-08	Genesys	West International Holding Ltd	Lehman Brothers	OPA
février-08	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neuflize OBC (groupe ABN)	OPRA
janvier-08	Net2S	BT Group Plc	Lazard Frères	OPAS
octobre-07	IB Group	Overlap Group	ODDO Corporate / Aforge Finance	Fusion absorption
septembre-07	Complete1	Altice B2B	HSBC / Calyon	OPAS
juin-07	AGF	Allianz SE	Goldman Sachs / Rothschild / Calyon	OPR-RO
avril-07	Forinter	OFI PE Commandité	Cazanove	OPR
avril-07	Foncia	Banque Fédérale des Banques Populaires	ABN Amro / Natexis Bleichroeder	Garantie de Cours / RO
mars-07	AGF	Allianz SE / Allianz Holding France SAS	Goldman Sachs / Rothschild / Calyon	OPAS
janvier-07	Sasa Industrie	Sasa Holding & Management	CM-CIC Securities	OPAS

(1) A la demande de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) du Grand Duché de Luxembourg, dans le cadre de la loi luxembourgeoise sur les OPA

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

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

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERCUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 45 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires (notes d'analyse sectorielle...)
Analyse du cours de bourse
Prise de connaissance des notes d'analystes sectorielles, notes d'analyse sur la Société et ses comparables
Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) <ul style="list-style-type: none">- analyse du plan d'affaires- construction des flux- détermination du taux d'actualisation- sensibilités
Méthode des distributions aux actionnaires
Revue des valorisations antérieures <ul style="list-style-type: none">- OPRA de janvier 2006- OPRA de février 2007- OPRA de février 2008
Analyse du rapport d'évaluation de la banque
Revue juridique (procès verbaux de conseils, d'assemblées)
Obtention d'une lettre d'affirmation du président de la Gérance de Siparex Croissance
Note de synthèse
Rédaction du rapport
Revue de cohérence entre le rapport de l'expert et le projet de note d'information
Revue indépendante
Présentation des conclusions au conseil de surveillance de Siparex Croissance et au conseil d'administration de son associé commandité, la société Siparex Associés

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Réunion de lancement de la mission le 22 janvier 2010 ;
- Envoi d'un projet de lettre de mission le 25 janvier 2010 ;
- Remise d'un pré-rapport le 23 février 2010 ;
- Remise du rapport le 25 février 2010.

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

Siparex Croissance

- Messieurs Bertrand Rambaud et Benoit Métais, co-présidents du comité exécutif de l'activité Capital développement, Bertrand Rambaud étant par ailleurs président de Sigefi Private Equity, gérant de Siparex Croissance ;
- Madame Valérie Gerbet, Directeur Financier de Sigefi Private Equity ;
- Monsieur Laurent Coudeyras, Directeur Adjoint Service Juridique.

Banque présentatrice

Département Corporate Finance de la banque Neuflyze OBC:

- Geoffroy Catrice, Sous-directeur ;
- Géraldine Grossiord, Analyste Fusions Acquisitions.

Conseils juridiques

Maître Antoine Larcena du cabinet Taj, conseils de Siparex Croissance

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

Informations significatives communiquées par la société Siparex Croissance :

- plan d'affaires 2010-2014 ;
- montants de l'ANC au 31 décembre 2009 ;
- valorisation du portefeuille de participations au 31 décembre 2009 ;
- synthèse des travaux présentés par les commissaires aux comptes au Comité d'audit de la Société du 23 février 2010, qui envisagent une certification sans réserve des comptes au 31 décembre 2009 ;
- note d'information.

Informations significatives communiquées par la banque conseil de la société Siparex Croissance :

- rapport d'évaluation ;
- projet de note d'information de la société Siparex Croissance.

Informations de marché :

- données de marché (bêta, taux sans risque, prime de risque...) : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

Associée signataire : Sonia Bonnet-Bernard, assistée de :

- un associé disposant d'une expérience professionnelle de 10 années, dont une partie significative dans les domaines de l'évaluation d'entreprise ;
- deux collaborateurs disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 5 et 10 ans.

La revue indépendante a été effectuée par un associé de Ricol Lasteyrie.

4. Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société et accord du Conseil d'administration de SIPAREX ASSOCIES

4.1 Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société (pris à l'unanimité des membres présents ou représentés)

Au cours de sa séance du 26 février 2010, le Conseil de surveillance de la Société s'est prononcé sur la proposition de la Gérance, après avoir pris connaissance notamment des analyses et des travaux d'évaluation menés par Neuflyze OBC, la banque présentatrice de l'Offre, et de l'attestation de Ricol Lasteyrie, l'expert indépendant :

- d'arrêter le prix de rachat unitaire des actions à 23,50 euros ;
- d'arrêter le montant nominal maximum de la réduction de capital à 12.765.945 euros ;
- d'arrêter le nombre maximum d'actions à annuler à 851.063 ;

en application de la délégation qui lui a été consentie par l'Assemblée générale mixte des actionnaires réunie le 29 avril 2009.

En conséquence, le Conseil de surveillance a considéré que la proposition de la Gérance était en adéquation avec la politique de gestion des actifs de la Société choisie par les actionnaires le 31 mai 2005 et a émis, à l'unanimité des membres présents ou représentés, un avis favorable à cette opération, étant précisé que 6 membres du Conseil de surveillance étaient présents lors de cette séance, 3 membres étaient absents et 2 membres étaient représentés.

4.2 Accord du Conseil d'administration de SIPAREX ASSOCIES (pris à l'unanimité des membres présents ou représentés)

Par ailleurs, au cours de sa séance du 26 février 2010, le Conseil d'administration de SIPAREX ASSOCIES, associé commandité de la Société, s'est prononcé sur la proposition de la Gérance, après avoir pris connaissance notamment des analyses et des travaux d'évaluation menés par Neuflyze OBC, la banque présentatrice de l'Offre, et de l'attestation de Ricol Lasteyrie, l'expert indépendant :

- d'arrêter le prix de rachat unitaire des actions à 23,50 euros ;
- d'arrêter le montant nominal maximum de la réduction de capital à 12.765.945 euros ;
- d'arrêter le nombre maximum d'actions à annuler à 851.063 ;

en application de la délégation qui lui a été consentie par l'Assemblée générale mixte des actionnaires réunie le 29 avril 2009.

Le Conseil d'administration de SIPAREX ASSOCIES a donc approuvé, à l'unanimité des membres présents ou représentés, la proposition présentée par la Gérance de la Société étant précisé que 11 membres du Conseil d'administration étaient présents lors de cette séance, 1 membre était absent et 3 membres étaient représentés.

5. Personnes assumant la responsabilité du présent projet de note d'information

5.1 La banque présentatrice

Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, BANQUE NEUFLIZE OBC, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par la Société, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

BANQUE NEUFLIZE OBC

5.2 La Société

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

Bertrand Rambaud,
Président de SIGEFI PRIVATE EQUITY,
Gérant de SIPAREX CROISSANCE