

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

**PROJET DE NOTE EN RÉPONSE
À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE**



INITIÉE PAR

ALLIATIV SAS

CONTROLÉE PAR



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 19 juin 2024, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF.

En application des articles 231-19 et 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le rapport du cabinet A2EF, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

AVIS IMPORTANT

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions Visiativ non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par Visiativ et des actions qui feraient l'objet d'un mécanisme de liquidité) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Visiativ, Alliativ a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, si l'Offre est rouverte, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'offre rouverte (l'« **Offre Rouverte** »), d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Visiativ non présentées à la présente Offre (autres que les actions auto-détenues par Visiativ et les actions qui feraient l'objet d'un mécanisme de liquidité), moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre, nette de toute frais.

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

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de Visiativ (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mise à disposition du public sans frais au siège social de Visiativ, 26, rue Benoît Bennier, 69260 Charbonnières-les-Bains, France.

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

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLES DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	5
2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	7
2.1. Présentation de l'Initiateur	7
2.2. Contexte de l'Offre.....	8
2.3. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions	9
2.4. Motifs de l'Offre	9
2.5. Termes de l'Offre	10
2.5.1. Modalités de l'Offre.....	10
2.5.2. Ajustement des termes de l'Offre	11
2.5.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	11
2.5.4. Situation des bénéficiaires d'actions gratuites	12
2.5.5. Intention de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	14
2.5.6. Procédure d'apport à l'Offre	14
2.5.7. Calendrier indicatif de l'Offre	17
2.5.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	18
3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	20
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	26
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	26
6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	27
6.1. Contrats de Cession et Avenant.....	27
6.2. Pacte d'Actionnaires.....	27
6.3. Mécanisme de co-investissement	29
6.4. Mécanisme de liquidité.....	29
6.5. Accords liés au financement de l'Offre	30
6.6. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance	30
7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	31
7.1. Structure et répartition du capital de la Société.....	31
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	32

7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions.....	32
7.2.2. Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.....	32
7.3. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	32
7.4. Liste des détenteurs de tout titre Visiativ comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	33
7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	33
7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote	34
7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	34
7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration.....	34
7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts.....	35
7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	35
7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	40
7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	40
7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décidé de mettre en œuvre	40
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	40
9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	41
10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE.....	41

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du RGAMF, Alliativ, une société par actions simplifiée, dont le siège social est situé au 26, rue Benoît Bennier, 69260 Charbonnières-les-Bains, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 832 814 248 (l'« **Initiateur** »), contrôlée par Groupe SNEF, une société anonyme, dont le siège social se situe 2B, boulevard Euroméditerranée, Quai d'Arenc, 13002 Marseille, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Marseille sous le numéro 892 165 994 (« **Groupe Snef** » ou l'« **Investisseur** »), laquelle agit de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec (i) 3LFI¹, société holding de Monsieur Laurent Fiard, co-fondateur de Visiativ (« **3LFI** ») et (ii) Visiateam², société holding constituée dans le cadre de l'Opération pour les besoins du réinvestissement notamment de Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia et d'autres investisseurs minoritaires (« **Visiateam** »), a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la société Visiativ, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 26, rue Benoît Bennier, 69260 Charbonnières-les-Bains, France, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 395 008 246 (« **Visiativ** » ou la « **Société** », et ensemble avec ses filiales, le « **Groupe Visiativ** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** ») au prix de 37 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat (l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites dans le projet de note d'information préparé par Alliativ et déposé auprès de l'AMF le 18 juin 2024 (le « **Projet de Note d'Information** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le Code ISIN FR0004029478 (mnémonique : ALVIV).

L'Offre fait suite à l'acquisition par Groupe Snef, le 11 juin 2024, par voie de cession, de 31.703.145 actions de l'Initiateur, représentant environ 75,72% de son capital social et de ses droits de vote, à un prix calculé par transparence avec le Prix de l'Offre (l'« **Acquisition Principale** »), auprès (i) de Financière 3L³ (« **Financière 3L** ») et 3LFI, sociétés holding de Monsieur Laurent Fiard, co-fondateur de Visiativ, (ii) de FCDO⁴ (« **FCDO** ») et 2CDO⁵ (« **2CDO** »), sociétés holding de Monsieur Christian Donzel, co-fondateur de Visiativ, (iii) d'Alliateam⁶, (iv) de Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia et certains autres actionnaires de l'Initiateur, en ce compris l'Initiateur pour la portion d'actions auto-détenues.

¹ Société civile, dont le siège social est situé 25, chemin du Pressoir, 69126 Brindas, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 850 418 682, contrôlée par Monsieur Laurent Fiard.

² Société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 26, rue Benoît Bennier, 69260 Charbonnières-les-Bains, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 927 809 475, contrôlée par Financière 3L.

³ Société à responsabilité limitée, dont le siège social est situé 25, chemin du Pressoir, 69126 Brindas, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 533 347 654, contrôlée par Monsieur Laurent Fiard.

⁴ Société à responsabilité limitée, dont le siège social est situé 148, chemin de la Blondine, 69126 Brindas, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 533 125 969, contrôlée par Monsieur Christian Donzel.

⁵ Société civile, dont le siège social est situé 148, chemin de la Blondine, 69126 Brindas, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 850 414 434, contrôlée par Monsieur Christian Donzel.

⁶ Société par actions simplifiée à capital variable, dont le siège social est situé 26, rue Benoît Bennier, 69260 Charbonnières-les-Bains, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 837 562 420.

Parallèlement à la réalisation de l'Acquisition, l'Initiateur a acquis, à la Date de Réalisation, par voie de cession, 252.578 Actions, au Prix de l'Offre, représentant environ 5,43 % du capital et 3,71 % des droits de vote théoriques de la Société (l'« **Acquisition Hors Marché** », et ensemble avec l'Acquisition Principale, les « **Acquisitions** », et ensemble avec l'Offre, l'« **Opération** »).

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 2.186.946 Actions représentant 4.097.815 droits de vote, soit environ 47,01 % du capital et 59,80 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 4.652.376 actions et 6.852.010 droits de vote théoriques de la Société au sens des dispositions de l'article 223-11 du RGAMF, de concert avec Monsieur Laurent Fiard, Monsieur Christian Donzel, des membres de leur famille respective, Financière 3L et Monsieur Guillaume Anelli.

Les conditions et modalités des Acquisitions sont décrites à la section 1.1.2 du Projet de Note d'Information.

Dans la mesure où l'Investisseur a, en conséquence de l'Acquisition Principale, franchi indirectement *via* l'Initiateur le seuil de 50 % des droits de vote de la Société, le dépôt de l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et de l'article 235-2 du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues directement par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, à l'exclusion :

- (i) des Actions auto-détenues par la Société, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 50.868 Actions, et
- (ii) des Actions Gratuites en Période de Conservation (tel que ce terme est défini ci-après), soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 6.945 Actions ; la situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites Indisponibles (tel que ce terme est défini ci-après) dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 2.4 du Projet de Note d'Information ;

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 57.813 Actions exclues,

soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 2.431.117 Actions représentant 52,26 % du capital social et 39,24 % des droits de vote théoriques de la Société.

À l'exception des Actions Gratuites en Période d'Acquisition (tel que ce terme est défini ci-après), ainsi que décrites à la section 2.4 du Projet de Note d'Information, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

Il est rappelé que le conseil d'administration de la Société a décidé, le 4 mai 2021, l'émission de 350.222 actions à bon de souscription d'action (ABSA). Les bons de souscription d'actions (BSA) ont été détachés dès leur émission et sont cotés sur Euronext Growth depuis le 16 juin 2021 sous le code ISIN FR0014003O76. Les BSA qui n'ont pas été exercés avant le 14 juin 2024 et qui sont devenus caducs à cette date ne seront pas visés par l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF. La durée de l'Offre sera de 25 jours de négociation.

L'Initiateur détenant, postérieurement à l'Opération, plus de 50 % des droits de vote de la Société, le seuil de caducité de 50 % du capital ou des droits de vote de la Société prévu par l'article 231-9, I du RGAMF est inopérant dans le contexte de l'Offre.

L'Offre sera, si les conditions requises sont réunies, suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF. Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre, ou, le cas échéant, à l'Offre Rouverte seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre soit 37 euros par Action, nette de tout frais.

L'Offre est présentée par CIC qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée en 2017 permettant de regrouper l'investissement des fondateurs de la Société, *via* leurs sociétés holdings respectives, ainsi que de certains investisseurs minoritaires, dans la Société. L'Initiateur a par ailleurs adhéré au pacte de concert du 17 avril 2014 conclu entre Monsieur Laurent Fiard et Monsieur Christian Donzel, leurs familles respectives, les sociétés qui leurs sont liées, et certains investisseurs minoritaires.

Groupe Snef

À la date du Projet de Note en Réponse, Groupe Snef détient la majorité du capital et des droits de vote de l'Initiateur. Créé en 1905, le Groupe Snef est né sur le port de Marseille, en tant qu'électricien de bord, puis s'est développé sur les ports et arsenaux de France.

Le Groupe Snef a ensuite diversifié ses activités pour devenir un leader français des métiers d'ingénierie de conception, d'intégration et de maintenance de systèmes électriques et mécaniques, de systèmes industriels et d'automatismes, ainsi que de solutions d'architecture informatique, d'industrie 4.0 et de sécurité.

Le Groupe Snef intervient au service des secteurs de la Marine, de l'Energie, de l'Industrie, des Infrastructures et des bâtiments Tertiaires.

La stratégie du Groupe Snef s'appuie sur une approche complémentaire de proximité et d'expertise, avec plus de 250 agences spécialisées en Europe, en Afrique et en Amérique du Sud.

Fort de l'expertise de ses 13.000 collaborateurs, le Groupe Snef, qui a conservé son siège à Marseille, réalise environ 1,7 Md€ de chiffre d'affaires.

3LFI et Visiateam

À la date du Projet de Note en Réponse, le solde du capital de l'Initiateur est détenu par (i) 3LFI et (ii) Visiateam, la société regroupant les actionnaires individuels d'Alliativ ayant apporté une partie ou la totalité de leurs actions Alliativ à Visiateam. Ces opérations d'apport ont été réalisées en application du Contrat de Cession d'Actions Principal et de son Avenant qui fait l'objet d'une description à la section 1.3.1 du Projet de Note d'Information.

2.2.Contexte de l'Offre

L'Investisseur est entré en négociations exclusives le 8 février 2024 avec Financière 3L, FCDO, 2CDO, Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia, Alliateam et l'Initiateur en vue de procéder, par voie de cession, à l'Acquisition Principale.

Dans cette perspective, l'Investisseur a conclu le 8 février 2024 avec Financière 3L, FCDO, 2CDO, Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia, Alliateam et l'Initiateur (pour la portion d'actions auto-détenues) un protocole de négociation régissant leurs discussions exclusives en vue de l'acquisition par l'Investisseur de 31.703.145 actions de l'Initiateur détenues par Financière 3L, FCDO, 2CDO, Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia, Alliateam et tous les autres actionnaires de l'Initiateur (à l'exception de 3LFI), y compris par l'Initiateur pour la portion d'actions auto-détenues, par voie de cession, conformément à un contrat de cession d'actions rédigé en langue anglaise et intitulé « *Share Purchase Agreement* » (le « **Contrat de Cession d'Actions Principal** »), tel que décrit à la section 1.3.1 du Projet de Note d'Information.

L'entrée en négociations exclusives a été annoncée par voie de communiqué de presse en date du 9 février 2024.

La Société et l'Investisseur ont alors chacun mis en œuvre la procédure d'information-consultation de leur comité social et économique respectif (les « **CSE** »).

Le 27 février 2024, à la suite de l'émission de l'avis des CSE, l'Investisseur, Financière 3L, FCDO, 2CDO, Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia, Alliateam et tous les autres actionnaires de l'Initiateur (à l'exception de 3LFI), y compris l'Initiateur pour la portion d'actions auto-détenues, ont conclu le Contrat de Cession d'Actions Principal portant sur la cession de 31.703.145 actions de l'Initiateur à l'Investisseur et sur l'apport par certains actionnaires individuels d'Alliativ de 1.134.236 actions Alliativ à Visiateam.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le 15 mars 2024, le conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* désigné dans le cadre de l'Offre, a décidé de nommer le cabinet A2EF représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), en charge d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF.

Le 6 juin 2024, l'Investisseur, Financière 3L, 3LFI, FCDO, 2CDO, Monsieur Bertrand Sicot, Monsieur Philippe Garcia, Alliateam et tous les autres actionnaires de l'Initiateur, ont conclu un avenant au Contrat de Cession d'Actions Principal (l'« **Avenant** ») afin notamment de prévoir (i) la cession supplémentaire de 653.036 actions Alliativ détenues par 3LFI (laquelle n'était pas

initialement partie au Contrat de Cession d'Actions Principal) et la réduction corrélative du nombre d'actions Alliativ cédées par certains actionnaires individuels, de sorte que le nombre d'actions Alliativ cédées demeure identique, et (ii) d'augmenter le nombre d'actions Alliativ apportées à Visiateam, portant ce chiffre à 2.030.770 actions Alliativ.

À la suite de la réalisation de la dernière des conditions suspensives le 31 mai 2024 et des opérations indiquées ci-avant, l'Acquisition Principale a été réalisée le 11 juin 2024 (la « **Date de Réalisation** »).

L'Initiateur a par ailleurs réalisé l'Acquisition Hors Marché, tel qu'envisagée par le Contrat de Cession d'Actions Principal, à la Date de Réalisation, par voie de cession hors marché.

À la connaissance de la Société, Monsieur Laurent Fiard et Monsieur Christian Donzel ainsi que leurs familles et les sociétés qui leurs sont liées (à l'exception de Financière 3L) et Monsieur Guillaume Anelli ont fait part de leur intention d'apporter leurs Actions à l'Offre.

2.3. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions

Le Projet de Note d'Information indique qu'à l'exception de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur n'a effectué aucune acquisition d'Actions ou de titres donnant accès au capital de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition Principale. Les membres du concert n'ont également effectué aucune acquisition d'Actions ou de titres donnant accès au capital de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition Principale.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et de l'article 223-15-1 du règlement général de l'AMF, Groupe Snef a déclaré à l'AMF le 11 juin 2024, à la suite de l'Acquisition Principale, avoir indirectement franchi à la hausse, à titre individuel et de concert, le seuil légal de 50 % des droits de vote de la Société.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 17 juin 2024 sous le numéro n°224C0930.

Conformément à l'article 7 des statuts de la Société et à l'article L. 233-7 du Code de commerce, Groupe Snef a également déclaré à la Société qu'il avait, à la suite de l'Acquisition Principale dont la réalisation est intervenue le 11 juin 2024, franchi à la hausse et à titre individuel et de concert, le seuil de 2,5% du capital et des droits de vote de la Société, ainsi que les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 1/3 du capital et des droits de vote, ainsi que le seuil de 50% des droits de vote de la Société

2.4. Motifs de l'Offre

Créée en 1982 et basée à Lyon, le Groupe Visiativ est spécialisé dans l'édition et l'intégration de logiciels collaboratifs dédiés à la transformation numérique des entreprises. En outre, le Groupe Visiativ assure le développement et l'intégration d'outils de conception 3D essentiellement édités par Dassault Systèmes (SolidWorks), de simulation, de gestion des données (Agora).

Visiativ a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2023, un chiffre d'affaires consolidé d'environ 277 millions d'euros.

L'entreprise a une empreinte internationale européenne (Benelux, Suisse, Grande-Bretagne, Allemagne, Autriche) et outre atlantique (Canada, Etats Unis et Brésil). L'activité à l'international représente plus du tiers du chiffre d'affaires du Groupe Visiativ. Les Actions de Visiativ sont cotées sur Euronext Growth depuis 2014.

Préalablement aux Acquisitions, l'Investisseur ne détenait directement ou indirectement, aucun titre Visiativ.

La volonté de l'Investisseur est d'intégrer Visiativ au pôle numérique du Groupe Snef. Le regroupement des activités d'Iqanto, filiale du Groupe Snef qui réunit commercialement ses activités numériques et robotiques, et de Visiativ, sans qu'il n'y ait pour autant de recherche de fusion de sociétés, permettrait de diversifier le portefeuille de métiers du Groupe Snef vers un développement numérique plus marqué. Une partie des activités d'Iqanto pourrait participer à la stratégie de Visiativ de convergence IT/OT.

La clientèle de Visiativ est essentiellement constituée d'entreprises manufacturières de petite et moyenne taille, très complémentaire du portefeuille de grands comptes du Groupe Snef.

Enfin, le réseau de filiales étrangères complèterait le maillage géographique du Groupe Snef, sachant qu'il serait intéressant d'en rapprocher la démarche avec celle d'Ekium, dont le savoir-faire est facilement exportable.

2.5. Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, CIC, en qualité d'établissement présentateur agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 18 juin 2024 le projet d'Offre auprès de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 18 juin 2024 sous le numéro 224C0953.

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 37 euros par Action, la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant la durée de l'Offre.

CIC garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

2.5.1. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-26 du RGAMF, le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.visiativ.com).

En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société le 19 juin 2024.

L'Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du RGAMF, la déclaration de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et auprès de CIC. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.visiativ.com).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.5.2. Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividendes, d'un acompte sur dividende, de réserves, de primes ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) un remboursement ou une réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Rouverte, le Prix de l'Offre par Action de la Société serait ajusté en conséquence, sur une base à l'euro l'euro, pour tenir compte de cette opération ; étant précisé que dans l'hypothèse où l'opération aurait lieu entre la date de règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date de règlement-livraison de l'Offre Rouverte (incluse), seul le prix de l'Offre Rouverte sera ajusté.

2.5.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 2.163.446 Actions représentant 46,50 % du capital et 59,46 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 4.652.376 Actions représentant 6.852.010 droits de vote théoriques de la Société au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues directement par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, à l'exclusion :

- (i) des Actions auto-détenues par la Société, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 50.868 Actions,
- (ii) des Actions Gratuites en Période de Conservation (tel que ce terme est défini ci-après), soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 6.945 Actions,

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 57.813 Actions exclues ;

soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 2.431.117 Actions représentant 52,26 % du capital social et 39,24 % des droits de vote théoriques de la Société.

2.5.4. Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

La Société a mis en place deux plans d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-après, en vertu de décisions du conseil d'administration du 11 décembre 2020 (le « **Plan d'AGA 2020** ») et du 16 décembre 2022 (le « **Plan d'AGA 2022** », ensemble avec le Plan d'AGA 2020, les « **Plans d'AGA** »).

L'intégralité des actions gratuites attribuées dans le cadre des Plans d'AGA, qui ne sont pas caduques à la date du Projet de Note d'Information, ne seront pas cessibles par leurs titulaires à la date du Projet de Note d'Information.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans d'AGA en cours mis en place par la Société, à la date du Projet de Note en Réponse :

Plan	Plan AGA 2020-2025					Plan AGA 2022-2025		
Tranche	A	B	C	D	E	A'	B'	C'
Date de l'assemblée générale	26 avril 2018					26 avril 2019		
Date du conseil d'administration ayant décidé l'attribution	11 décembre 2020					16 décembre 2022		
Nombre total d'Actions Gratuites attribuées	39.375	39.375	39.375	39.375	39.375	4.000	4.000	4.000
Nombre de bénéficiaires par plan	10					5		
Fin de la période d'acquisition des Actions Gratuites	17 décembre 2021	18 mars 2022	20 mars 2023	15 mars 2024	Mars 2025	15 décembre 2023	15 mars 2024	Mars 2025
Fin de la période de conservation des Actions Gratuites ⁷	17 décembre 2023	18 mars 2024	20 mars 2025	15 mars 2026	Mars 2027	15 décembre 2025	15 mars 2026	Mars 2027
Nombre d'Actions Gratuites définitivement acquises	39.375	39.375	39.375	27.151	0	4.000	2.945	0

⁷ À la suite de la décision de réduction des périodes de conservation des deux Plans d'AGA par le conseil d'administration de la Société le 15 mars 2024, conformément aux termes de ces Plans d'AGA, avec effet à la Date de Réalisation, (i) la période de conservation des tranches C, D et E du Plan d'AGA 2020 et de la tranche C' du Plan d'AGA 2022 a été réduite à zéro mois, et (ii) la période de conservation des tranches A' et B' du Plan AGA 2022 expirera à l'issue de la durée légale cumulée des périodes d'acquisition et de conservation de deux ans prévue par l'article 225-197-1, I du Code de commerce.

Plan	Plan AGA 2020-2025					Plan AGA 2022-2025		
Tranche	A	B	C	D	E	A'	B'	C'
Nombre d'Actions Gratuites annulées ou caduques ⁸	0	0	0	2.500	4.080	0	0	0
Nombre maximum d'Actions Gratuites susceptibles d'être acquises	0	0	0	9.724 ⁹	35.295	0	1.055 ¹⁰	4.000

À la date du Projet de Note en Réponse, jusqu'à 57.019 Actions acquises ou susceptibles d'être acquises au titre des Plans d'AGA n'ont pas encore été émises ou sont indisponibles et le demeureront jusqu'à la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Rouverte, selon le cas) (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »). Ces Actions Gratuites Indisponibles seront, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire) :

- pour un nombre maximum de 50.074 d'entre elles, des Actions Gratuites issues des tranches D et E du Plan d'AGA 2020 et des tranches B' et C' du Plan d'AGA 2022, dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Rouverte, selon le cas) et ne sont donc pas visées par l'Offre (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») ;
- pour un nombre maximum de 6.945 d'entre elles, des Actions Gratuites issues des tranches A' et B' du Plan d'AGA 2022, dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Rouverte, selon le cas) et ne sont donc pas visées par l'Offre (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** ») ; ces Actions sont juridiquement et techniquement indisponibles et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Les Actions Gratuites Indisponibles seront couvertes par le mécanisme de liquidité décrit à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information, sous réserve de la signature d'un Contrat de Liquidité par les détenteurs des Actions Gratuites Indisponibles.

⁸ 6.580 droits étant devenus caducs à la suite du départ de trois salariés bénéficiaires.

⁹ Les conditions et objectifs fixés pour l'acquisition des actions gratuites issues de la tranche D ont été partiellement atteints. Le conseil d'administration de la Société a décidé le 15 mars 2024 que (i) le reliquat d'actions gratuites issues de la tranche D non acquises en 2024 pourra être acquis en 2025 sous réserve de la réalisation de certains critères de performance financière et (ii) ce reliquat, le cas échéant, s'ajoutera aux actions gratuites acquises issues de la tranche E.

¹⁰ Les conditions et objectifs fixés pour l'acquisition des actions gratuites issues de la tranche B' ont été partiellement atteints. Le conseil d'administration de la Société a décidé le 15 mars 2024 que (i) le reliquat d'actions gratuites issues de la tranche B' non acquises en 2024 pourra être acquis en 2025 sous réserve de la réalisation de certains critères de performance financière et (ii) ce reliquat, le cas échéant, s'ajoutera aux actions gratuites acquises issues de la tranche C'.

2.5.5. Intention de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Dans l'hypothèse où les conditions prévues par les dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information avoir l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, le cas échéant, en cas de réouverture de l'Offre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Rouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions non présentées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues, les Actions Gratuites Indisponibles qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité et donc assimilées en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur et une (1) Action détenue par Financière 3L qui fait l'objet d'un mécanisme de liquidité et donc assimilée en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre (autres que (i) les actions auto-détenues, (ii) les Actions Gratuites Indisponibles qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité et donc assimilées en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur, (iii) une (1) Action détenue par Financière 3L qui fait l'objet d'un mécanisme de liquidité et donc assimilée en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur et (iv) les Actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation unitaire en numéraire égale au Prix de l'Offre (net de frais). La mise en œuvre de cette procédure entraînerait la radiation des Actions d'Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où la procédure de retrait obligatoire décrite ci-dessus ne serait pas mise en œuvre :

- l'Initiateur se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date ;
- l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Growth, au nom de la Société, la radiation des actions de la Société si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Growth sont réunies.

2.5.6. Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportés à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Rouverte) doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de rejeter, à sa seule discrétion, les Actions apportées à l'Offre qui ne remplissent pas cette condition.

L'Offre sera ouverte pendant une période minimale de 25 jours de négociation.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties et détenues sous la forme nominative administré ou au porteur afin de pouvoir être apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Rouverte). En conséquence, les actionnaires et les porteurs détenant leurs Actions sous la forme nominative sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion de ces Actions sous la forme nominative administré ou

au porteur afin de pouvoir les apporter à l'Offre. L'Initiateur attire l'attention des détenteurs d'Actions sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des Actions sous la forme nominative.

Les détenteurs d'Actions dont les Actions sont détenues sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre doivent remettre un ordre d'apport de leurs Actions à leur intermédiaire financier, conformément aux formulaires standards fournis par ce dernier, au plus tard le dernier jour ouvrable de l'Offre et en temps utile pour que leur ordre soit exécuté. Les détenteurs d'Actions sont invités à contacter leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

En application de l'article 232-2 du RGAMF, les ordres d'apport des Actions à l'Offre peuvent être révoqués à tout moment jusqu'à la date de clôture de l'Offre (incluse). Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre deviendront irrévocables.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des Actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Aucun intérêt ne sera versé par l'Initiateur pour la période comprise entre la date à laquelle les Actions sont apportées à l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre. Cette date de règlement sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Paris. Le règlement-livraison interviendra après les opérations de centralisation.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférente payés par les porteurs d'Actions apportées à l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte, le cas échéant), dans la limite de 0,2 % (hors taxe) du montant des Actions apportées à l'Offre avec un maximum de 100 euros (toutes taxes comprises) par dossier. Les actionnaires ne seront remboursés d'aucun frais de négociation dans le cas où l'Offre n'aurait pas une suite positive pour quelque raison que ce soit. Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessus et ce à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre ou l'Offre Réouverte, le cas échéant.

L'Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Centralisation des ordres :

La centralisation des ordres d'apport d'Actions à l'Offre sera assurée par Euronext Paris.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils auront reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera les résultats de l'Offre et les communiquera à l'AMF.

Le cas échéant, toutes les opérations décrites ci-dessus seront répétées dans une séquence identique et dans les conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Rouverte.

Publication des résultats et règlement-livraison :

Conformément aux dispositions de l'article 232-3 du RGAMF, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate le succès de l'Offre, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Actions et de versement des fonds.

À la date du règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Rouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Rouverte). À cette date, les Actions de la Société apportées à l'Offre et tous les droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le paiement en espèces aux intermédiaires pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs Actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Rouverte) à la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Rouverte).

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus sera répété dans une séquence identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Rouverte.

Il est rappelé, le cas échéant, que tout montant dû dans le cadre de l'apport des Actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Rouverte) ne portera pas intérêt et sera payé à la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Rouverte).

Réouverture de l'Offre :

L'Offre étant réalisée selon la procédure normale, en cas de succès de l'Offre, celle-ci sera automatiquement rouverte au plus tard dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, aux mêmes conditions que l'Offre (l'« **Offre Rouverte** »), conformément aux dispositions de l'article 232-4 du RGAMF. Dans ce cas, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Rouverte, qui durera en principe au moins dix jours de négociation.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Rouverte et la procédure de l'Offre Rouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Rouverte seront irrévocables.

Toutefois, l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information se réserver le droit, dans l'hypothèse où il serait en mesure et déciderait de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions prévues par les articles 237-1 et suivants du RGAMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans un délai de dix jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans ce cas, l'Offre ne serait pas rouverte.

2.5.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
[18 juin] 2024	- Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information de l'Initiateur. - Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur informant du dépôt du projet d'Offre ainsi que de la mise à disposition du Projet de Note d'Information.
[19 juin] 2024	- Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse de la Société. - Diffusion d'un communiqué de la Société informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.
[9 juillet] 2024	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information et de la note en réponse.
[10 juillet] 2024	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.

Dates	Principales étapes de l'Offre
[10 juillet] 2024	- Diffusion par l'Initiateur du communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par la Société du communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
[11 juillet] 2024	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
[11 juillet] 2024	- Ouverture de l'Offre pour 25 jours de négociation.
[14 août] 2024	- Clôture de l'Offre.
[21 août] 2024	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
[23 août] 2024	- Règlement-livraison de l'Offre
[2 septembre] 2024	- Publication de l'avis de réouverture de l'Offre par Euronext, ou mise en œuvre du retrait obligatoire si les conditions sont remplies.
[2 septembre] 2024	- Réouverture de l'Offre pendant 15 jours de négociation.
[20 septembre] 2024	- Clôture de l'Offre Rouverte.
[25 septembre] 2024	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Rouverte.
[27 septembre] 2024	- Règlement-livraison de l'Offre Rouverte.
Dès que possible	- Mise en œuvre du retrait obligatoire, et radiation des Actions d'Euronext Growth, si les conditions sont remplies.

2.5.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, 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 à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni le Projet de Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note d'Information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur de titre ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note d'Information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux sections précédentes, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration de Visiativ est, à la date du Projet de Note en Réponse, composé des membres suivants :

- Monsieur Laurent Fiard, président du conseil d'administration et directeur général ;
- Monsieur Stéphane Corteel ;
- Monsieur Daniel Derderian* ;
- Madame Pascale Dumas* ;
- Madame Sylvie Guinard* ;
- Monsieur Hubert Jaricot* ;
- Madame Anne-Sophie Panseri* ; et
- Monsieur Benoît Soury*.

** Administrateurs indépendants, au sens du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société.*

Il est rappelé que, lors de sa réunion du 11 juin 2024, le conseil d'administration a constaté la démission de Monsieur Christian Donzel de ses fonctions d'administrateur et pourvu à son remplacement par voie de cooptation de Monsieur Stéphane Corteel, Directeur Général de Groupe Snef qui détient, à la date du Projet de Note en Réponse, 75,72% du capital de l'Initiateur.

Le 17 juin 2024, le conseil d'administration de Visiativ a rendu l'avis motivé suivant, reproduit dans son intégralité :

*« Les membres du Conseil d'administration se sont réunis le 17 juin 2024 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société à un prix de 37 euros par action (coupon attaché), initiée par la société Alliativ (l'« **Initiateur** »).*

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur qui sera déposé auprès de l'AMF le 18 juin 2024.

Le Président rappelle également que, lors de sa réunion du 7 février 2024, le Conseil d'administration a accueilli favorablement la perspective d'une prise de contrôle de l'Initiateur et indirectement de la Société par Groupe Snef, sous réserve de la réception d'une attestation d'équité de la part d'un expert indépendant.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants, afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information qui sera déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 18 juin 2024, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre*

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

(dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établi par l'établissement présentateur CIC (également garant) ;

- *le rapport du cabinet A2EF, agissant en qualité d'expert indépendant, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre à savoir le prix offert de 37,00€ par action (coupon attaché), y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;*
- *le projet d'avis motivé préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1 III du RGAMF ; et*
- *le projet de note d'information en réponse établi par la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 19 juin 2024, lequel reste à être complété de l'avis motivé du Conseil d'administration.*

1. Rappels sur la constitution du Comité ad hoc

*Le Président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** ») et à la recommandation AMF n° 2006-15, le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 7 février 2024, constitué un comité ad hoc (le « **Comité** ») chargé de proposer au Conseil d'administration la nomination d'un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de veiller au bon déroulement de sa mission, d'émettre une recommandation sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires et sur l'intérêt des actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'administration, de se saisir de toute question intéressant l'Offre, et d'en rapporter au Conseil d'administration.*

Le Comité est composé de trois administrateurs indépendants : M. Benoît Soury, désigné président du Comité par le Conseil d'administration lors de la réunion du 7 février 2024, Mme. Pascale Dumas, et M. Hubert Jaricot.

2. Travaux du Comité ad hoc

Monsieur Benoît Soury, en sa qualité de président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume succinctement les travaux accomplis par le Comité.

i. Désignation de l'expert indépendant

Le président du Comité rappelle que l'Offre requiert la désignation d'un expert indépendant compte tenu du fait que l'Initiateur (i) détient déjà le contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce et (ii) envisage la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Le 29 février 2024, les membres du Comité ont examiné plusieurs candidatures présentées par des cabinets dotés d'expérience en matière d'opérations similaires et il est apparu que le cabinet A2EF présentait toutes les qualités requises afin d'assurer la mission d'expertise indépendante.

Madame Sonia Bonnet-Bernard a fait savoir pour le compte du cabinet A2EF qu'elle acceptait le principe de cette nomination en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, en application des dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, et qu'elle ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Lors de sa réunion du 15 mars 2024, le Conseil d'administration a ainsi, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, afin qu'il émette un rapport sur les conditions financières de l'Offre, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, conformément à la réglementation en matière boursière.

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

ii. Travaux du Comité et suivi des travaux de l'expert indépendant

Entre le 29 février 2024 et le 17 juin 2024, le Comité s'est réuni à six reprises, au siège social de la Société ou par visioconférence. Les membres du Comité ont échangé avec l'expert indépendant tout au long du processus dans le cadre des réunions convoquées régulièrement et lors d'échanges informels.

Les membres du Comité se sont réunis pour les besoins de leur mission :

- le 29 février 2024, le Comité a pris connaissance des profils de plusieurs cabinets d'experts indépendants et, après étude de leurs profils, a décidé de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet A2EF, ce qui a été approuvé par le Conseil d'administration le 15 mars 2023 ;*
- le 6 mai 2024, l'expert indépendant a présenté la manière dont se déroulerait sa mission, évoqué la méthodologie envisagée et fait un point d'étape concernant les travaux de collecte de documents auprès de l'Initiateur et de la Société lui permettant de mener à bien ses travaux. L'expert indépendant a notamment indiqué souhaiter pouvoir échanger avec la Société sur le plan d'affaires ;*
- le 16 mai 2024, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance de l'état d'avancement des travaux de l'expert indépendant, en ce compris notamment sur les travaux d'évaluation ;*
- le 28 mai 2024, le Comité s'est réuni pour prendre connaissance de l'état d'avancement des travaux de l'expert indépendant. Le Comité et l'expert indépendant ont notamment échangé sur les valeurs provisoires obtenues et les accords connexes ;*
- le 11 juin 2024, le Comité a discuté du projet de rapport de l'expert indépendant et l'expert indépendant a présenté le résultat de ses travaux ; et*
- le 17 juin 2024, le Comité s'est réuni afin de prendre connaissance de la version finale du rapport de l'expert indépendant et pour arrêter la version définitive de ses recommandations et du projet d'avis motivé.*

Lors de ses réunions, le Comité s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

*Le Comité note que l'expert indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, aux données prévisionnelles que la Société a estimé pertinentes afin de satisfaire les exigences de la réglementation boursière en cas d'offre publique. La direction de la Société a présenté un plan d'affaires de la Société sur la période 2024-2028, qui s'inscrit dans le cadre du Plan SHIFT5 (en date d'octobre 2023) (le « **Plan d'Affaires** »). Le Plan d'Affaires a été approuvé par le Conseil d'administration le 15 mars 2024.*

Le calendrier des interactions entre le Comité et l'expert indépendant figure dans le rapport d'expertise du cabinet A2EF.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé, ni avoir relevé, d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

iii. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Le Président donne alors la parole à Madame Sonia Bonnet Bernard afin qu'elle présente les conclusions du rapport établi par le cabinet A2EF sous la supervision du Comité.

Désigné en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, résume les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration :

« Nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix de 37 euros proposé par action :

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

- *est, par transparence, le même que le prix payé par Groupe SNEF pour la prise de contrôle d'Alliativ, actionnaire de référence de la Société, et que le prix payé par Alliativ pour l'acquisition hors marché d'actions Visiativ représentant 5,43% de capital de la Société. Nous relevons que l'un des fondateurs de Visiativ qui détenait (avec sa famille) 32,11% du capital d'Alliativ et 1,37% du capital de Visiativ est quasiment intégralement sorti du groupe Alliativ - Visiativ au prix par transparence de 37 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre ;*
- *offre des primes de 35,5% à 51% sur les cours de bourse récents de Visiativ (spot et moyennes 20 à 60 jours) ;*
- *fait ressortir des primes de 0% à 23,3% sur les valeurs ressortant de notre analyse DCF, sur la base d'un plan d'affaires 2024-2028 établi par le management, prenant en compte une croissance moyenne annualisée de 7,4% et une marge opérationnelle de l'ordre de 11,6% en fin de plan (et de 12% en flux terminal) ;*
- *offre des primes de 25,2% à 29,3% sur les valeurs ressortant de l'application, à titre secondaire, de multiples de sociétés cotées du secteur.*

Nous avons également analysé les accords connexes à l'Offre qui n'appellent pas de remarque particulière en ce qu'ils ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un mécanisme de prix garanti ou de complément de prix, ni de clause susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires minoritaires.

Enfin, Groupe SNEF qui a pris le contrôle du groupe Alliativ - Visiativ nous a indiqué qu'il n'anticipait pas la réalisation de synergies de coûts significatives, Visiativ ayant vocation à conserver ses structures de gouvernance actuelles et un certain niveau d'autonomie dans sa gestion. Des synergies commerciales sont potentiellement envisageables entre Groupe SNEF et la Société mais n'ont pas été chiffrées.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 37 euros par action proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre est équitable d'un point de vue financier, y compris dans la perspective du retrait obligatoire envisagé si les conditions en sont réunies. »

3. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par Visiativ

Le Président indique que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

4. Recommandation du Comité ad hoc

Le 17 juin 2024, le Comité a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard notamment du projet de rapport de l'expert indépendant. Il en communique les termes aux membres du Conseil d'administration.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité constate que le projet d'Offre présente un intérêt stratégique pour Visiativ à plusieurs titres.

Le Comité a pris note des intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information, et notamment la volonté de l'Initiateur, avec le soutien financier apporté par Groupe SNEF, de s'appuyer sur l'équipe de direction actuelle (notamment celle de Monsieur Laurent Fiard) afin de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, d'accompagner son développement et de mettre en œuvre la stratégie décrite dans le projet de note d'information.

Le Comité relève que le projet d'Offre a notamment pour objet de sortir Visiativ de la cotation, en vue de simplifier son fonctionnement opérationnel.

Le Comité a pris note de la volonté de l'Initiateur de modifier la gouvernance de la Société afin de refléter son nouvel actionnariat, notamment à la suite de la transformation de la Société en société par actions simplifiée en cas de retrait de la cotation.

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

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité considère que l'Offre présente un intérêt certain pour la Société.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires

Le Comité constate que l'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 37 euros par action, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre (hors actions auto-détenues et actions gratuites indisponibles).

Le Comité a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'offre de 37 euros par action présentés par l'établissement présentateur de l'Offre dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Comité a examiné le rapport établi par le cabinet A2EF en qualité d'expert indépendant, et l'analyse qu'il a mise en œuvre, le conduisant à conclure que le prix de l'offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Le Comité note que le cabinet A2EF indique dans son rapport que le prix de 37 euros par action proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre :

- est équitable d'un point de vue financier, y compris dans la perspective du retrait obligatoire envisagé si les conditions en sont réunies ;*
- est, par transparence, le même que le prix payé par Groupe SNEF pour la prise de contrôle d'Alliativ, actionnaire de référence de la Société, et que le prix payé par Alliativ pour l'acquisition hors marché d'actions Visiativ représentant 5,43% de capital de la Société ;*
- offre des primes de 35,5% à 51% sur les cours de bourse récents de Visiativ (spot et moyennes 20 à 60 jours) ;*
- fait ressortir des primes de 0% à 23,3% sur les valeurs ressortant de notre analyse DCF, sur la base d'un plan d'affaires 2024-2028 établi par le management, prenant en compte une croissance moyenne annualisée de 7,4% et une marge opérationnelle de l'ordre de 11,6% en fin de plan (et de 12% en flux terminal) ;*
- offre des primes de 25,2% à 29,3% sur les valeurs ressortant de l'application, à titre secondaire, de multiples de sociétés cotées du secteur.*

Le Comité considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.

Le Comité relève par ailleurs l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le Comité relève que les instances représentatives du Groupe Visiativ ont été informées de la réalisation de l'opération qu'elles ont accueilli favorablement.

Le Comité note que l'Initiateur a indiqué que le projet d'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et du Groupe Visiativ.

Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur les effectifs du Groupe Visiativ, sa politique salariale ou sa gestion des ressources humaines.

Le Comité note que le fonds commun de placement d'entreprises (FCPE) constitué au bénéfice des salariés du Groupe aura la possibilité, sur décision de son conseil de surveillance, d'apporter les actions Visiativ qu'il détient à l'Offre.

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre telle que décrite dans le projet de note d'information de l'Initiateur est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

*Au terme de sa mission, et connaissance prise des travaux de l'expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité, à l'unanimité des membres, **recommande** au Conseil d'administration de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

5. Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment : (i) les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) les éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur de l'Offre, (iii) les conclusions du rapport de l'expert indépendant, et (iv) les conclusions des travaux de revue du Comité, à l'unanimité des membres présents ou représentés (étant précisé que Monsieur Laurent Fiard et Monsieur Stéphane Corteel n'ont pris part ni aux délibérations ni au vote compte tenu de leurs liens avec le Groupe Visiativ) :

- **décide** de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;
- **considère** à ce titre, dans les conditions de cette recommandation, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **décide** d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- **recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **prend acte** que les actions auto détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et confirme en tant que de besoin que la Société ne les apportera pas à l'Offre ;
- **approuve** le projet de note en réponse de la Société ;
- **autorise**, en tant que de besoin, le Président, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les administrateurs de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 3 du Projet de Note en Réponse ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Laurent Fiard	Président du conseil d'administration	6.811 ¹¹	Apport à l'Offre de 6.810 Actions
Stéphane Corteel	Administrateur	0	N/A
Daniel Derderian	Administrateur	0	N/A
Pascale Dumas Ravon	Administratrice	0	N/A
Sylvie Guinard	Administratrice	0	N/A
Hubert Jaricot	Administrateur	344	Apport à l'Offre de 344 Actions
Anne-Sophie Panseri	Administratrice	0	N/A
Benoît Soury	Administrateur	2.500	Apport à l'Offre de 2.500 Actions

Il est par ailleurs précisé que dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché, Monsieur Laurent Fiard a cédé à l'Initiateur, le 11 juin 2024, 36.909 Actions.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 50.868 de ses propres Actions.

Le conseil d'administration de la Société réuni le 17 juin 2024 a pris acte du fait que les 50.868 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, en tant que de besoin, qu'il ne souhaite pas les apporter à l'Offre.

¹¹ Dont 6.810 Actions directement détenues au porteur, et 1 Action détenue indirectement *via* sa holding Financière 3L. L'Action détenue par Financière 3L fera l'objet d'un mécanisme de liquidité et sera donc assimilée en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux Actions détenues par l'Initiateur, conformément à ce qui est mentionné à la section 2.5.5 du Projet de Note en Réponse.

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

6.1. Contrats de Cession et Avenant

Ainsi que décrit à la section 1.1.2 du Projet de Note d'Information, l'Investisseur a procédé à l'Acquisition Principale en application du Contrat de Cession d'Actions Principal modifié par Avenant et l'Initiateur a procédé à l'Acquisition Hors Marché en application du Contrat de Cession d'Actions Hors Marché (ensemble avec le Contrat de Cession d'Actions Principal et l'Avenant, les « **Contrats de Cession** »).

En application du Contrat de Cession d'Actions Principal, tel que modifié par Avenant, l'acquisition par l'Investisseur de 31.703.145 actions de l'Initiateur a été réalisée à un prix calculé par transparence avec le Prix de l'Offre et, en application du Contrat de Cession d'Actions Hors Marché, l'acquisition par l'Initiateur des Actions a été réalisée au Prix de l'Offre. Les Contrats de Cession ne stipulent par ailleurs aucun mécanisme de complément de prix au bénéfice des cédants.

Par ailleurs, conformément au Contrat de Cession d'Actions Principal, tel que modifié par Avenant :

- Financière 3L a constitué Visiateam le 15 avril 2024 et détient une action de préférence de type *golden share* ; et
- à la Date de Réalisation, certains actionnaires de l'Initiateur ont apporté 2.030.770 actions de l'Initiateur à Visiateam sur la base d'une valorisation par action de l'Initiateur établie par transparence avec le Prix de l'Offre.

6.2. Pacte d'Actionnaires

Groupe Snef, en qualité d'associé majoritaire, et 3LFI et Visiateam, en qualité d'associés minoritaires (les « **Associés Minoritaires** »), ont conclu, à la Date de Réalisation, un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») ayant vocation à organiser la gouvernance de l'Initiateur et des sociétés du Groupe Visiativ et définissant les conditions applicables au transfert de tout ou partie des titres de l'Initiateur détenus par les parties au Pacte d'Actionnaires.

(a) Gouvernance

(i) Gouvernance de l'Initiateur

L'Initiateur est dirigé par un président en charge de la gestion quotidienne de l'Initiateur. Le président de l'Initiateur est seul habilité à prendre toute décision ayant trait à la gestion et au développement de l'Initiateur et du Groupe Visiativ¹².

¹² Sous réserve d'obtenir l'autorisation de la collectivité des associés de l'Initiateur pour certaines décisions importantes telles que la réalisation d'achats ou de ventes dépassant certains seuils, la réalisation d'investissements dépassant certains seuils, et la réalisation d'acquisitions ou de cessions de sociétés, fonds de commerce et assimilés.

À la Date de Réalisation, Groupe Snef, représenté par Monsieur Laurent Fiard, est président de l'Initiateur.

En outre, les décisions d'associés au niveau de l'Initiateur sont prises à la majorité simple à l'exception de certaines décisions qui nécessitent le vote positif de 3LFI¹³.

(ii) Gouvernance de la Société

En cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, la Société sera transformée en société par actions simplifiée. Elle sera dirigée par un président, personne physique ou morale, nommé à la majorité simple des voix des associés présents ou représentés pour une durée indéterminée. Le premier président sera Groupe Snef, représenté par Monsieur Laurent Fiard. Le président devra obtenir l'autorisation de l'Initiateur pour certaines décisions importantes¹⁴.

Dans l'attente de la transformation juridique de Visiativ en société par actions simplifiée, la société sera dirigée par un directeur général, Monsieur Laurent Fiard, sous la supervision d'un conseil d'administration dont les membres seront nommés par la collectivité des actionnaires de la Société et dont le président est désigné sur proposition de Groupe Snef. La composition du conseil d'administration représentera la nouvelle composition actionnariale de la Société et les administrateurs indépendants seront maintenus dans leurs fonctions, conformément aux recommandations du code de gouvernance Middlenext. Le directeur général devra obtenir l'autorisation de l'Initiateur pour certaines décisions importantes telles que la réalisation d'achats ou de ventes dépassant certains seuils, la réalisation d'investissements dépassant certains seuils, et la réalisation d'acquisitions ou de cessions de sociétés, fonds de commerce et assimilés.

(b) Transferts de titres et clauses de liquidité

Le Pacte d'Actionnaires prévoit des stipulations classiques en matière de liquidité s'appliquant au transfert de titres de l'Initiateur, à savoir (i) une clause d'agrément, (ii) un droit de préemption au bénéfice de l'Investisseur, (iii) un droit de sortie conjointe au bénéfice des Actionnaires Minoritaires et (iv) une obligation de sortie forcée au bénéfice de l'Investisseur.

Par ailleurs, à défaut pour l'Investisseur de lancer un processus de liquidité sur les actions de l'Initiateur auprès d'un ou plusieurs tiers, les Associés Minoritaires bénéficieront d'options de vente accordées par l'Investisseur, portant sur les titres de l'Initiateur qu'ils détiennent, et pouvant être exercées d'avril à mai 2029, d'avril à mai 2030 et d'avril à mai 2031. Les Associés Minoritaires bénéficieront également d'une option de vente accordée par l'Investisseur en cas de situation de blocage sur certaines décisions stratégiques. Le prix d'exercice des options

¹³ Telles que notamment des augmentations de capital motivées par une situation financière difficile, des opérations de croissance externe dépassant certains seuils, des cessions de branches d'activités, des opérations d'endettement dépassant certains seuils, la conclusion, modification ou résiliation de conventions entre parties liées, ou encore des modifications statutaires affectant défavorablement les associés minoritaires.

¹⁴ Telles que la réalisation d'achats ou de ventes dépassant certains seuils, la réalisation d'investissements dépassant certains seuils, et la réalisation d'acquisitions ou de cessions de sociétés, fonds de commerce et assimilés.

de vente sera égal à la valeur de marché des titres de l'Initiateur, déterminée sur la base d'une formule cohérente avec la méthode de valorisation utilisée pour déterminer le Prix de l'Offre.

En cas d'exercice des options de vente, les Associés Minoritaires ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti. Il est précisé qu'aucun mécanisme contractuel n'est susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, ou (ii) de mettre en évidence une clause de prix de cession garanti en faveur de 3LFI et Visiateam.

6.3.Mécanisme de co-investissement

3LFI, 2CDO et certains investisseurs minoritaires individuels historiques de l'Initiateur ont réinvesti individuellement au capital de l'Initiateur au travers de Visiateam (les « **Actionnaires Individuels Visiateam** »).

À la Date de Réalisation, les Actionnaires Individuels Visiateam ont apporté 2.030.770 actions de l'Initiateur à Visiateam, tel que décrit en section 1.3.1 du Projet de Note d'Information, et ont chacun (à l'exception de 3LFI) conclu avec Financière 3L une promesse de vente portant sur l'intégralité de leurs titres de Visiateam, exerçable en cas de départ de l'Initiateur ou du Groupe Visiativ dudit actionnaire ou de violation statutaire par ce dernier.

Le prix d'exercice des promesses de vente sera égal à la valeur de marché des titres de l'Initiateur, déterminée sur la base d'une formule cohérente avec la méthode de valorisation utilisée pour déterminer le Prix de l'Offre. En cas d'exercice des promesses de vente, les Actionnaires Individuels Visiateam ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti.

6.4.Mécanisme de liquidité

En application du Contrat de Cession d'Actions Principal, les cédants et l'Investisseur sont convenus que l'Initiateur mette en place un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles (les « **Bénéficiaires** »). En conséquence, l'Initiateur proposera aux Bénéficiaires de conclure des options de vente et d'achat portant sur leurs Actions Gratuites Indisponibles, exerçables pendant une durée de 12 mois, afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites Indisponibles qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre, lorsque ces Actions deviendront disponibles (les « **Contrat de Liquidité** »).

En application des Contrats de Liquidité :

- l'Initiateur disposera d'une option d'achat consentie par chaque Bénéficiaire, en vertu de laquelle il pourra acquérir la totalité des Actions Gratuites Indisponibles dudit Bénéficiaire dans un délai de trente (30) jours ouvrés à compter du jour suivant la fin de la période pendant laquelle le Bénéficiaire ne peut disposer des Actions Gratuites Indisponibles sans déclencher des conséquences fiscales ou de charges sociales défavorables correspondant à la période d'indisponibilité applicable en vertu des Plans d'AGA (la « **Promesse de Vente Liquidité** ») ;
et

- chaque Bénéficiaire aura la faculté, en l'absence d'exercice préalable de la Promesse d'Achat Liquidité par l'Initiateur, d'exercer une option de vente consentie par l'Initiateur lui permettant de céder à l'Initiateur la totalité de ses Actions Gratuites Indisponibles dans un délai de trente (30) jours ouvrés à compter du premier jour ouvré suivant la fin de la période d'exercice de la Promesse de Vente Liquidité (la « **Promesse d'Achat Liquidité** », ensemble avec la Promesse de Vente Liquidité, une « **Promesse Liquidité** »).

En cas d'exercice des Promesses Liquidité suivant la clôture de l'Offre, le prix d'exercice sera égal au nombre d'Actions Gratuites Indisponibles pour lesquelles la Promesse Liquidité est exercée multiplié par le Prix de l'Offre.

En application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites Indisponibles pour lesquelles une Promesse Liquidité aura été consentie à l'Initiateur dans le cadre d'un Contrat de Liquidité seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur.

6.5. Accords liés au financement de l'Offre

En vue de permettre l'acquisition par l'Initiateur des Actions dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché et dans le cadre de l'Offre, l'Investisseur a mis à disposition de l'Initiateur à la Date de Réalisation, un prêt d'actionnaire d'un montant en principal de 103.500.000 euros, portant intérêt à un taux de 4% par an (le « **Prêt d'Actionnaire** »).

À la suite de la clôture de l'Offre, il sera procédé à une augmentation de capital de l'Initiateur au profit de l'Investisseur, par compensation de créance avec le Prêt d'Actionnaire, d'un montant correspondant à la quote-part du Prêt d'Actionnaire utilisée pour financer l'acquisition des Actions apportées à l'Offre, sans que ce montant ne puisse dépasser 78.500.000 euros. Dans l'hypothèse où ce dernier montant ne serait pas suffisant pour financer l'acquisition de l'ensemble des Actions apportées à l'Offre, la quote-part supplémentaire du Prêt d'Actionnaire qui serait utilisée à cette fin, pouvant représenter jusqu'à un montant de 25.000.000 euros, sera maintenue sous forme de prêt d'actionnaire portant intérêt à un taux de 6% par an, d'une maturité de six (6) ans et remboursable *in fine*.

6.6. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

À l'exception des accords décrits à la section 6 du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

Capital social de la Société

À la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 2.791.425,60 euros, divisé en 4.652.376 Actions d'une valeur nominale de 0,60 euro chacune.

Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante (notamment compte-tenu de la perte des droits de vote double) :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Alliativ	2.163.446	46,50 %	4.074.314	59,46 %
Famille Fiard	13.261	0,29 %	13.262	0,19 %
Famille Donzel	9.319	0,20 %	9.319	0,14 %
Autres membres du concert	920	0,02 %	920	0,01 %
<i>Sous-total concert</i>	<i>2.186.946</i>	<i>47,01 %</i>	<i>4.097.815</i>	<i>59,80 %</i>
FCPE	120.508	2,59 %	199.116	2,91 %
Salariés	171.303	3,68 %	258.663	3,78 %
Actions auto-détenues	50.868	1,09 %	50.868	0,74 %
Public	2.122.751	45,63 %	2.245.548	32,77 %
Total	4.652.376	100 %	6.852.010	100 %

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

7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

L'article 12.4 des statuts de la Société prévoit une obligation de déclaration de franchissement de seuils supplémentaire pour toute personne physique ou morale qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus de 2,5 % du capital ou des droits de vote de la Société, dans un délai équivalent à celui applicable aux franchissements de seuils légaux à compter du franchissement de seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. Cette information est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés à l'article L. 233-7 du Code de commerce.

La Société étant cotée sur Euronext Growth, et conformément à l'article 223-15-1 du RGAMF, le franchissement des seuils de 50 % et 90 % du capital ou des droits de vote doivent également être déclarés à l'AMF.

Transfert d'Actions

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions de la Société.

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

À l'exception des clauses du Pacte d'Actionnaires décrites à la section 6.2 du Projet de Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.3. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 du Projet de Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et de l'article 223-15-1 du RGAMF, Groupe Snef a déclaré à l'AMF le 14 juin 2024, à la

suite de l'Acquisition Principale, avoir indirectement franchi à la hausse, à titre individuel et de concert, le seuil légal de 50 % des droits de vote de la Société et a également déclaré ses intentions.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 17 juin 2024 sous le numéro n°224C0930.

Conformément à l'article 12.4 des statuts de la Société et à l'article L. 233-7 du Code de commerce, Groupe Snef a également déclaré à la Société qu'il avait, à la suite de l'Acquisition Principale dont la réalisation est intervenue le 11 juin 2024, indirectement franchi à la hausse et à titre individuel et de concert, le seuil de 2,5 % du capital et des droits de vote de la Société, ainsi que les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 1/3 du capital et des droits de vote, ainsi que le seuil de 50 % des droits de vote de la Société.

7.4. Liste des détenteurs de tout titre Visiativ comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Le capital de la Société est exclusivement composé d'Actions, toutes de même catégorie.

La Société n'a émis aucune Action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

L'article 29.2 des statuts de la Société prévoit toutefois l'attribution d'un droit de vote double à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire. L'article 29.2 des statuts de la Société précise que le droit de vote double est également conféré, dès leur émission, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfice ou prime d'émission, aux actions nominatives attribuées à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Ce droit de vote double cesse de plein droit pour toute Action convertie au porteur ou transférée en propriété. Néanmoins, n'interrompt pas le délai de deux ans fixé ou conserve le droit acquis, tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible. La fusion ou la scission de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si les statuts de celles-ci l'ont institué.

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 1.910.868 Actions assorties d'un droit de vote double.

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

Les Actions détenues par le FCPE de la Société, intitulé « *FCPE Visiativ Actionnariat* » (le « **FCPE Visiativ** »), sont visées par l'Offre.

À la date du Projet de Note en Réponse, le FCPE Visiativ, qui opère dans le cadre de plans d'épargne entreprise mis en place au sein de la Société, détient 120.508 Actions.

Le conseil de surveillance du FCPE Visiativ décidera d'apporter ou non à l'Offre les Actions détenues par le FCPE Visiativ.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

À l'exception des Contrats de Cession et de l'Avenant, du Pacte d'Actionnaires, du mécanisme de co-investissement, des Contrats de Liquidité, et des accords liés au financement de l'Offre décrits à la section 6 du présent Projet de Note en Réponse, et à l'exception du pacte de concert en date du 17 avril 2014, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

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

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins, personnes physiques ou morales, actionnaires ou non de la Société, et de dix-huit (18) au plus.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de six (6) ans, et sont renouvelés ou révoqués par celle-ci. Ils sont toujours rééligibles. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur et sauf le cas où le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L. 225-24 du Code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui est, à peine de nullité de la nomination, une personne physique qui ne peut être âgée de plus de 75 ans. Il détermine sa rémunération et ses éventuels avantages. Le président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur, il est rééligible et peut être révoqué à tout moment par le conseil d'administration.

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, un ou deux censeurs, personne physique ou morale, peuvent être désignés par le conseil d'administration pour une durée de six (6) ans renouvelable.

Il est précisé à la section 1.3.2 du Projet de Note d'Information relative au Pacte d'Actionnaires, telle que reprise à la section 6.2 du Projet de Note en Réponse, qu'en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, la Société sera transformée en société par actions simplifiée. Dans l'attente de la transformation juridique de Visiativ en société par actions simplifiée, la société sera dirigée par un directeur général, Monsieur Laurent Fiard, sous la supervision d'un conseil

d'administration dont les membres seront nommés par la collectivité des actionnaires de la Société et dont le président est désigné sur proposition de Groupe Snef.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 31 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

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

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

Outre les pouvoirs propres qui lui sont réservés par la loi, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le président ou le directeur général de la Société est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le conseil peut conférer à tous mandataires de son choix toutes délégations de pouvoirs dans la limite de ceux qu'il tient de la loi et des statuts de la Société. Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis à leur examen.

Le conseil d'administration a, seul, qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations simples. Il peut déléguer à un ou plusieurs de ses membres, au directeur général ou, en accord avec ce dernier, à un ou plusieurs directeurs généraux délégués les pouvoirs nécessaires pour réaliser, dans le délai d'un an l'émission d'obligations et en arrêter les modalités.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes :

Objet de l'autorisation ou de la délégation données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG n° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant nominal maximal autorisé	Utilisation au cours de l'exercice
Autorisation à conférer au conseil d'administration de réduire le capital social par voie d'annulation des actions auto détenues en suite de la mise en œuvre du programme de rachat par la Société de ses propres actions	21/05/2024 8 ^{ème} résolution	24 mois 21/05/2026	10% du capital, tel qu'il pourrait être ajusté en fonction d'opérations pouvant l'affecter postérieurement à l'assemblée générale extraordinaire	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la Société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre au public autre que celles visées à l'article L.411-2 1° du Code monétaire et financier	21/05/2024 9 ^{ème} résolution	26 mois 21/07/2026	1.400.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la Société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et dans le cadre d'une offre visée à l'article L.411-2 1° du Code monétaire et financier (ex « placement privé »)	21/05/2024 10 ^{ème} résolution	26 mois 21/07/2026	1.400.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la Société et de toutes autres valeurs mobilières donnant,	21/05/2024 11 ^{ème} résolution	18 mois 21/11/2025	1.400.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A

Objet de l'autorisation ou de la délégation données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG n° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant nominal maximal autorisé	Utilisation au cours de l'exercice
immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes				
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la Société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	21/05/2024 12 ^{ème} résolution	26 mois 21/07/2026	1.400.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la Société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, en cas de demandes excédentaires	21/05/2024 14 ^{ème} résolution	26 mois 21/07/2026	15 % du montant de l'émission initiale décidée par le conseil d'administration	N/A
Autorisation à donner au conseil d'Administration à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions au profit des salariés et/ou mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées	21/05/2024 15 ^{ème} résolution	38 mois 21/07/2027	15 % du capital social tel que constaté à la date de décision de leur attribution par le conseil d'administration	N/A
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'émettre et d'attribuer, sans droit préférentiel de souscription, des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société	21/05/2024 16 ^{ème} résolution	38 mois 21/07/2027	10 % du capital social existant au jour de la tenue du Conseil d'administration décidant de l'attribution des options	N/A

Objet de l'autorisation ou de la délégation données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG n° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant nominal maximal autorisé	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise ; suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires à leur profit	21/05/2024 17 ^{ème} résolution	26 mois 21/07/2026	3 % du capital social	N/A
Autorisation au conseil d'administration de réduire le capital social par voie d'annulation des actions auto-détenues en suite de la mise en œuvre du programme de rachat par la Société de ses propres actions	25/05/2023 8 ^{ème} résolution	24 mois 25/05/2025	10 % du capital social, tel qu'il pourrait être ajusté en fonction d'opérations pouvant l'affecter postérieurement à l'assemblée générale extraordinaire	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre au public, autre que celles visées à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier	25/05/2023 9 ^{ème} résolution	26 mois 25/07/2025	1.370.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et dans le cadre d'une offre visée à l'article L.411-2 1° du	25/05/2023 10 ^{ème} résolution	26 mois 25/07/2025	1.370.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A

Objet de l'autorisation ou de la délégation données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG n° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant nominal maximal autorisé	Utilisation au cours de l'exercice
Code monétaire et financier (anciennement « Placement privé »)				
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription de actionnaires au profit de catégories de personnes	25/05/2023 11 ^{ème} résolution	18 mois 25/11/2024	1.370.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	25/05/2023 12 ^{ème} résolution	26 mois 25/07/2025	1.370.000 € (valeurs mobilières représentatives de droits ou titres de créance donnant accès au capital de la Société : 40.000.000 €)	N/A
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmentation le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, en cas de demandes excédentaires	25/05/2023 13 ^{ème} résolution	26 mois 25/07/2025	15 % du montant de l'émission initiale décidée par le conseil d'administration	N/A
Délégation de compétence au conseil d'Administration en matière d'augmentation du capital social réservée aux salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise –	25/05/2023 14 ^{ème} résolution	26 mois 25/07/2025	3 % du capital social	- Conseil d'administration du 18 janvier 2023

Objet de l'autorisation ou de la délégation données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG n° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant nominal maximal autorisé	Utilisation au cours de l'exercice
suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires à leur profit				- Décisions du directeur général du 25 avril 2023 - Décisions du directeur général du 1 ^{er} juin 2023

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

À la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura, de plus, pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt du Projet de Note en Réponse.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société, si, en raison d'une offre publique, ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin.

7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décidé de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 15 mars 2024 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Ce rapport, en date du 17 juin 2024 est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1** et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront publiées sur les sites Internet de Visiativ (www.visiativ.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Visiativ situé 26, rue Benoît Bennier, 69260 Charbonnières-les-Bains, France.

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du RGAMF, à ma connaissance, les informations figurant dans le présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Visiativ

Représentée par Monsieur Laurent Fiard, agissant en qualité de Président - Directeur général

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

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant



RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIEE PAR ALLIATIV SAS
SUR LES TITRES VISIATIV SA

Rapport de l'expert indépendant

Nous avons été sollicités par la société Visiativ SA (ci-après « Visiativ » ou « la Société »), société dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris, pour apprécier les conditions proposées dans le cadre de l'offre publique d'achat (OPA) qui pourrait être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « l'Offre »), initiée sur les titres de cette dernière, par la société Alliativ¹ (ci-après « Alliativ » ou « l'Initiateur ») qui détient à la date de ce rapport, à titre individuel, 46,50% du capital et 59,46% des droits de vote théoriques, et de concert² avec Messieurs Laurent Fiard et Christian Donzel (tous deux fondateurs de la Société), leurs familles, Financière 3L (holding de Laurent Fiard), et Monsieur Guillaume Anelli, 47,01% du capital et 59,80% des droits de vote théoriques de la Société.

Le prix proposé est de 37 euros par action.

La Société nous a approchés mi-février 2024 pour nous exposer les contours de l'opération envisagée et nous demander si nous étions disposés à intervenir en qualité d'expert indépendant. De premières discussions sont intervenues nous permettant d'établir une proposition d'intervention. Le Conseil d'administration de la Société a désigné A2EF le 15 mars 2024 sur recommandation du comité ad hoc constitué en son sein conformément aux conditions de l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). La Société a formalisé sa demande dans une lettre de mission signée en date du 15 mars 2024, jointe en annexe 1. Nous avons établi notre propre lettre de mission détaillant nos diligences et nos conditions d'intervention le 15 mars 2024.

Notre désignation en qualité d'expert indépendant a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier des alinéas 261-1 I 1° (la Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L.233-3, I du Code de commerce, par Alliativ avant le lancement de l'Offre), 261-1 I 2° (les dirigeants de Visiativ ayant conclu un accord avec l'Initiateur, susceptible d'affecter leur indépendance), 261-1 I 4° (des accords connexes à l'Offre étant prévus) et 261-1 II (un retrait obligatoire étant envisagé). Notre mission (ci-après « la Mission ») consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, au regard de la valeur de la Société telle qu'elle ressort d'une analyse multicritère.

La société A2EF et l'équipe ayant réalisé la Mission sont présentées en annexe 2.

¹ Après sa prise de contrôle par Groupe SNEF.

² Un pacte de concert avait été conclu le 17 avril 2014 entre Alliativ, les fondateurs, leurs familles respectives, les sociétés qui leur sont liées, et certains investisseurs minoritaires.

A2EF, ses associés et partenaires déclarent être indépendants au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. Ils attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans l'exercice de la Mission.

Les travaux que nous avons réalisés au cours de la Mission sont présentés en annexe 3. Nous avons obtenu toute l'information que nous avons estimé utile pour nos travaux.

Nos travaux ont fait l'objet, dans le cadre de nos procédures qualité, d'une revue indépendante conduite par un partenaire n'ayant pas participé à la Mission.

Avant de finaliser notre rapport, nous avons obtenu de la Société une lettre confirmant qu'à sa connaissance tous les documents et informations utiles à l'accomplissement de notre mission nous avaient été communiqués. Nous avons également obtenu une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur.

Nos travaux sont présentés ci-après selon le plan suivant :

- 1- Description de l'Opération
- 2- Analyse des accords connexes
- 3- Présentation de la Société et analyse de ses comptes
- 4- Evaluation de l'action Visiativ
- 5- Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information
- 6- Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires
- 7- Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

Annexes :

- Annexe 1 : Lettre de mission reçue de la Société
- Annexe 2 : Présentation de la société A2EF et de l'équipe
- Annexe 3 : Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés par l'équipe et honoraires prévus
- Annexe 4 : Travaux du contrôleur qualité : description de la mission, du rôle et des diligences effectuées, ainsi que description des garanties d'indépendance dont il bénéficie

SOMMAIRE

1. Description de l'Opération	4
2. Analyse des accords connexes	5
2.1 Share Purchase Agreement et accords de cession et de réinvestissement	5
2.2 Projet de pacte d'actionnaires - clauses de liquidité	7
2.3 Actions gratuites indisponibles - projet de contrats de liquidité	8
2.4 Financement de l'Offre - Augmentation de capital d'Alliativ au profit de Groupe SNEF	8
3. Présentation de la Société et analyse de ses comptes	9
3.1 Présentation de la Société	9
3.2 Analyse du marché et positionnement de Visiativ	10
3.3 Analyse des comptes de la Société	15
4. Evaluation de l'action Visiativ	20
4.1 Méthodes et paramètres d'évaluation de la Société	20
4.2 Transaction récente sur le capital	24
4.3 Référence au cours de bourse de Visiativ	26
4.4 Mise en œuvre de la méthode DCF	29
4.5 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	34
5. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information	37
5.1 Analyse des méthodes écartées	37
5.2 Analyse des méthodes retenues	37
6. Réponse aux courriers reçus d'actionnaires	39
7. Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes	40
7.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	40
7.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	41

1. Description de l'Opération

Le 27 février 2024, Groupe SNEF et les actionnaires d'Alliativ³ ont conclu un contrat de cession d'actions en vue de l'acquisition par Groupe SNEF d'environ 75,72% du capital d'Alliativ, holding de contrôle de la Société.

L'acquisition a été réalisée le 11 juin 2024, en numéraire, sur la base d'une valeur par transparence égale à 37 euros par action Visiativ.

Les actionnaires d'Alliativ ont par ailleurs apporté globalement environ 4,85% du capital d'Alliativ à une holding nouvelle (Visiateam⁴). Le solde du capital d'Alliativ (19,43%) reste détenu par 3LFI, holding personnelle de Laurent Fiard, PDG de la Société. Visiateam et 3LFI bénéficient de promesses de liquidité consenties par Groupe SNEF sur leurs titres Alliativ.

Concomitamment, les actionnaires concertistes de la Société ont cédé à Alliativ, environ 5,43% du capital de Visiativ, au prix de 37 € par action, permettant à Alliativ de détenir directement 46,50% du capital et 59,46% des droits de vote théoriques de la Société à l'issue de la cession du bloc de 75,72% du capital d'Alliativ à Groupe SNEF.

Alliativ doit, dans ce contexte, déposer une offre publique d'achat. Cette offre sera suivie, si les conditions sont remplies, d'un retrait obligatoire.

Selon le projet de note d'information, dans l'hypothèse où la procédure de retrait obligatoire ne serait pas mise en œuvre :

- L'Initiateur se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date ;
- L'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Growth la radiation des actions de la Société si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Growth sont réunies.

Aux termes du projet de note d'information, l'Initiateur (et son nouvel actionnaire de contrôle) souhaite « *intégrer Visiativ au pôle numérique du Groupe Snef. Le regroupement des activités d'iQanto, filiale du Groupe Snef qui réunit commercialement ses activités numériques et robotiques, et de Visiativ, sans qu'il n'y ait pour autant de recherche de fusion de sociétés, permettrait de diversifier le portefeuille de métiers du Groupe Snef vers un développement numérique plus marqué. Une partie des activités d'iQanto pourrait participer à la stratégie de Visiativ de convergence IT/OT.*

³ Alliativ regroupait, avant sa prise de contrôle par Groupe SNEF, l'investissement dans la Société de ses fondateurs (Messieurs Fiard et Donzel), via leurs holdings, ainsi que de certains investisseurs minoritaires.

⁴ Société constituée le 15 avril 2024, dans le cadre de l'Opération, par Financière 3L (l'une des 2 sociétés holding de Laurent Fiard, co-fondateur et PDG de Visiativ, l'autre holding de Monsieur Fiard est dénommée 3LFI), qui détient une action de préférence de type *golden share*. Visiateam a été constituée pour les besoins du réinvestissement de Messieurs Bertrand Sicot (Directeur Général Délégué de Visiativ) et Philippe Garcia (Directeur Général Adjoint Finance) ainsi que d'autres investisseurs minoritaires salariés de la Société. 3LFI et 2CDO (holdings respectives de Messieurs Fiard et Donzel) ont également réinvesti, chacune, pour une valeur de 316,5 K€ au prix de l'Offre (par transparence).

La clientèle de Visiativ est essentiellement constituée d'entreprises manufacturières de petite et moyenne taille, très complémentaire du portefeuille de grands comptes du Groupe Snef.

Enfin, le réseau de filiales étrangères complèterait le maillage géographique du Groupe Snef, sachant qu'il serait intéressant d'en rapprocher la démarche avec celle d'Ekium, dont le savoir-faire est facilement exportable. »

Aux termes du projet de note en réponse, Messieurs Laurent Fiard et Christian Donzel, ainsi que leurs familles et les sociétés qui leur sont liées (à l'exception de Financière 3L, qui détient une action), et Monsieur Guillaume Anelli, ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

2. Analyse des accords connexes

2.1 Share Purchase Agreement et accords de cession et de réinvestissement

Groupe SNEF est entré en négociations exclusives le 8 février 2024 avec les holdings des fondateurs (Financière 3L, FCDO, 2CDO), certains dirigeants (Bertrand Sicot, Philippe Garcia), Alliateam et Alliativ et a conclu avec ces derniers⁵, le 27 février 2024, un contrat de cession d'actions (le « Share Purchase Agreement » ou « SPA ») modifié par avenant du 6 juin 2024⁶, portant sur la cession de 31 703 145 actions d'Alliativ à Groupe SNEF et sur l'apport par certains actionnaires d'Alliativ de 2 030 770 actions Alliativ à une société nouvelle, Visiateam.

Le SPA prévoit également l'acquisition hors marché de 5,43% du capital de la Société par l'Initiateur.

À la suite de la réalisation des conditions suspensives, les opérations suivantes sont intervenues le 11 juin 2024 :

- Cession par les actionnaires d'Alliativ de 75,72% du capital de cette dernière à Groupe SNEF, à un prix de 1,30 euro par action Alliativ ;
- Apport par les actionnaires d'Alliativ de 4,85% du capital de cette dernière à Visiateam (entité nouvelle créée pour porter la participation des actionnaires historiques au capital d'Alliativ) ;
- Acquisition par Alliativ de 5,43% du capital de Visiativ à un prix de 37 euros par action.

A l'issue de ces opérations, 3LFI (Laurent Fiard) reste actionnaire d'Alliativ à hauteur de 19,43%, le capital restant étant détenu par Groupe SNEF (75,72%) et Visiateam (4,85%).

Par ailleurs, Alliativ détient 46,50% du capital de Visiativ et Messieurs Donzel et Fiard (et leurs familles) conservent respectivement 0,20% et 0,29% du capital, qu'ils envisagent d'apporter à l'Offre.

⁵ Ainsi qu'avec un certain nombre de personnes physiques représentées par Laurent Fiard.

⁶ Avenant notamment destiné à faire adhérer 3LFI (holding de Laurent Fiard) au SPA.

Nous avons examiné les contrats de cession et d'apport :

Contrat de cession d'actions Alliativ à Groupe SNEF

Le SPA (mis en œuvre par acte réitératif du 11 juin 2024) prévoit la cession à Groupe SNEF de 75,72% du capital d'Alliativ, en numéraire, sur la base d'un prix reflétant une valeur de 37 euros par action Visiativ. Le prix ressortant du SPA s'établit à 1,30 euro par action Alliativ.

Bien que ressortant par construction du prix d'Offre, nous nous sommes assurés de la cohérence entre le prix de 1,30 euro payé par Groupe SNEF par action Alliativ et le prix d'Offre de 37 euros par action Visiativ. Nous avons déterminé la valeur par action d'Alliativ par transparence avec le prix d'Offre pour la comparer au prix de 1,30 euro par action payé aux actionnaires d'Alliativ. S'agissant d'une holding, nous avons déterminé l'actif net réévalué par action d'Alliativ sur la base de ses comptes au 31 décembre 2023. Alliativ ne détient que sa participation dans Visiativ et des actifs et passifs financiers.

L'actif net réévalué par action d'Alliativ, sur la base d'une valeur de 37 euros par action Visiativ, ressort à 1,30 euro, similaire au prix d'acquisition par Groupe SNEF d'actions Alliativ. Le prix d'acquisition de 1,30 euro par action Alliativ correspond ainsi par transparence au prix de 37 euros proposé dans le cadre de l'Offre.

Nous notons par ailleurs que le SPA met à la charge des cédants une garantie d'actif et de passif à raison des déclarations faites par eux.

Traité d'apport de titres Alliativ à Visiateam (réinvestissement)

Le traité d'apport en date du 8 juin 2024 entre d'une part 3LFI, 2CDO, Messieurs Sicot et Garcia, certains investisseurs minoritaires historiques de l'Initiateur, et d'autre part Visiateam, société constituée le 15 avril 2024 (cf. note 3 ci-dessus), porte sur l'apport de 2 030 770 actions Alliativ à Visiateam.

Nous notons que 2CDO apporte 243 498 actions pour une valeur d'apport de 316,5 K€. Monsieur Donzel reste ainsi marginalement investi, indirectement dans la Société.

Chaque actionnaire de Visiateam (à l'exception de 3LFI) a conclu avec Financière 3L et Groupe SNEF une promesse de vente portant sur l'intégralité de ses titres Visiateam, exerçable en cas de départ du Groupe Visiativ dudit actionnaire ou de violation statutaire par ce dernier.

Cette promesse, exerçable par Financière 3L ou, le cas échéant, Groupe SNEF, a une durée maximum de 20 années. Le prix d'exercice est égal à la « valeur de marché » des titres de Visiateam, par transparence avec la valeur de Visiativ déterminée sur la base d'une formule de prix faisant intervenir un multiple d'EBITDA progressif à partir de l'atteinte d'un certain niveau d'ARR⁷, et la dette financière nette corrigée du factoring. Nous examinons cette formule de prix au paragraphe 2.2 ci-après.

⁷ Annual Recurring Revenue (chiffre d'affaires récurrent du dernier mois multiplié par 12).

Nous notons par ailleurs que si l'exercice de la promesse intervenait au cours d'une période de 5 ans suivant la date de prise de contrôle d'Alliativ par Groupe SNEF (période dite d'illiquidité), une décote d'illiquidité de 10% serait appliquée à la valeur ressortant de la formule de prix.

Nous pouvons ainsi conclure que :

- la valeur d'apport des actions Alliativ est cohérente avec le prix d'Offre : la valeur d'apport est le prix de 1,30 euro retenu pour la cession en numéraire des titres Alliativ à Groupe SNEF, dont nous avons examiné ci-dessus la cohérence avec le prix d'Offre de 37 euros par action Visiativ ;
- les actionnaires de Visiateam ne bénéficient d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti. Ils subiront une décote de 10% sur la « valeur de marché » (déterminée par application d'une formule examinée ci-après au paragraphe 2.2), s'ils cèdent leurs actions avant la fin d'une période d'illiquidité de 5 ans.

Contrat de cession d'actions Visiativ à Alliativ

Un contrat de cession de 252 578 actions de la Société a été signé entre les actionnaires personnes physiques membres du Concert (les cédants) et Alliativ (le cessionnaire). La cession a été réalisée par voie de cession de bloc hors marché.

Nous nous sommes assurés que le prix de cession était bien égal au prix d'Offre de 37 euros par action Visiativ et qu'aucune clause du contrat ne remettait en cause le prix de l'Offre.

2.2 Pacte d'actionnaires - clauses de liquidité

Un pacte d'actionnaires a été signé entre actionnaires d'Alliativ, à la date de réalisation de la prise de contrôle d'Alliativ par Groupe SNEF.

Outre des dispositions en matière de gouvernance, le pacte d'actionnaires contient des stipulations classiques en matière de liquidité s'appliquant au transfert de titres de l'Initiateur : une clause d'agrément, un droit de préemption au bénéfice de Groupe SNEF, un droit de sortie conjointe au bénéfice des actionnaires minoritaires (3LFI et Visiateam) et une obligation de sortie forcée au bénéfice de Groupe SNEF, qui n'appellent pas de commentaire particulier.

Les actionnaires minoritaires bénéficient d'options de vente accordées par Groupe SNEF sur les actions Alliativ (promesses d'achat de Groupe SNEF), pouvant être exercées sur certaines périodes à partir d'avril 2029 si Groupe SNEF n'a pas lancé de processus de liquidité auprès d'un ou plusieurs tiers (avril-mai 2029, avril-mai 2030, avril-mai 2031) ou en cas de situation de blocage à la suite d'un désaccord sur une décision stratégique (dont une liste est annexée au pacte d'associés). Un mécanisme de promesses de vente (principalement au bénéfice de Groupe SNEF) est également prévu à partir de 2031.

Le prix d'exercice de ces différentes promesses est égal à la « valeur de marché » des actions Alliativ, par transparence avec la valeur de Visiativ déterminée par l'application d'une formule prenant en compte un multiple d'EBITDA⁸, progressif à partir de l'atteinte d'un certain niveau d'ARR, ainsi que la dette financière nette corrigée du factoring. La première fenêtre de liquidité possible étant en avril 2029 (au-delà de la période d'illiquidité), aucune décote d'illiquidité n'est prévue⁹.

Nous avons étudié la formule de prix et nous sommes assurés qu'appliquée à la date de l'Offre, elle aboutissait à un résultat cohérent avec le prix d'Offre. Nous nous sommes également assurés qu'aucun mécanisme permettant d'obtenir un prix de cession garanti n'était prévu en faveur de 3LFI et Visiateam.

2.3 Actions gratuites indisponibles - projet de contrats de liquidité

Aux termes du SPA, les cédants et Groupe SNEF sont convenus que l'Initiateur mettra en place un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites indisponibles, sous forme d'options de vente et d'achat, exerçables pendant une durée de 12 mois, au prix d'Offre.

Nous avons eu accès au modèle de contrat de liquidité. Il prévoit un mécanisme de promesse de vente consentie par l'actionnaire minoritaire à Alliativ exerçable pendant une période de 30 jours ouvrés à compter de la date de disponibilité des actions, suivie d'une promesse d'achat consentie par Alliativ à chaque actionnaire pendant une période de 30 jours ouvrés suivant la date d'expiration de la promesse de vente.

Le prix d'exercice de ces deux promesses est le prix d'Offre de 37 euros par action. Ce mécanisme n'appelle pas de commentaire particulier.

2.4 Financement de l'Offre - Augmentation de capital d'Alliativ au profit de Groupe SNEF

L'acquisition hors marché d'actions de la Société par Alliativ ainsi que l'Offre sur la Société seront financées par un prêt d'actionnaire de Groupe SNEF d'un montant en principal de 103,5 M€. A la clôture de l'Offre, il sera procédé à une augmentation de capital d'Alliativ au profit de Groupe SNEF, par compensation de créance avec le prêt d'actionnaire, d'un montant correspondant à la quote-part du prêt utilisée pour financer l'acquisition des actions apportées à l'Offre, à hauteur d'un montant maximum de 78,5 M€. Cette augmentation de capital sera réalisée sur la base du prix de 1,30 euro par action Alliativ payé par Groupe SNEF, cohérent avec le prix d'Offre de 37 euros par action Visiativ.

A l'issue de nos diligences, nous pouvons conclure que les valeurs retenues pour les différentes opérations préalables à l'Offre ne remettent pas en cause le prix de l'Offre. Le SPA, son avenant et ses annexes ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un complément de prix ou intégrant des mécanismes susceptibles de remettre en cause l'équité du prix de l'Offre.

⁸ Moyenne des EBITDA de la Société réalisés au cours des trois années précédant l'exercice de la Promesse.

⁹ Pas de décote non plus en cas de situation de blocage, à la suite d'un désaccord sur une décision stratégique.

3. Présentation de la Société et analyse de ses comptes

3.1 Présentation de la Société

Visiativ est la société de tête d'un groupe français créé en 1987, spécialisé dans la transformation numérique des entreprises (PME et ETI). Le groupe assure également le développement et l'intégration d'outils de conception 3D essentiellement édités par Dassault Systèmes (SolidWorks), de simulation et de gestion des données (socle technologique Agora).

L'activité est structurée en 3 pôles : l'intégration de logiciels collaboratifs dédiés à la transformation numérique des entreprises (principalement logiciels Dassault Systèmes), l'édition de logiciels en propre et le conseil (principalement conseil en financement de l'innovation).

La Société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 277,5 M€ en 2023, soit une croissance de 7,2% par rapport à 2022 (stable à périmètre et taux de change constant), avec un ARR (Annual Recurring Revenue) de l'ordre de 40 M€. Les activités à l'international représentent 36% de l'activité. La marge d'EBITDA s'est établie à 9,8% du chiffre d'affaires.

Visiativ a acquis un certain nombre de sociétés en 2023 :

- 90% du capital de la société EBM GmbH, distributeur et intégrateur historique des solutions Catia et Solidworks de Dassault Systèmes sur le territoire autrichien ;
- 100% de la société STATSH, éditeur de logiciel (nouvelle brique technologique) ;
- Reprise de l'intégralité des actifs et des employés de la société Techform, éditeur de solutions de configuration, tarification et devis (CPQ) ;
- 100% de MMP Tax, cabinet de conseil basé à Londres qui accompagne les entreprises dans l'obtention de financements et d'incitations liés à leur politique d'innovation ;
- 60% du capital de la société 1Life, intégrateur de deux solutions ERP pour l'Industrie (Open-Prod et Cegid PMI) en France ;
- Montée à 100% au capital de 3C Evolution (auparavant détenue à 50%), qui offre des prestations pour la mise en place des projets PIM (Product Information Management).

Visiativ a également acquis en février 2024, la société britannique Solid Applications Ltd., distributeur et intégrateur des solutions Solidworks éditées par Dassault Systèmes (chiffre d'affaires de 2 M£ en 2023, dont 70% à caractère récurrent), qui renforce l'expertise technique dans l'univers de la conception 3D et du Product Lifecycle Management (PLM)¹⁰.

¹⁰ Le PLM englobe le processus depuis la conception initiale d'un produit jusqu'à sa mise sur le marché, incluant la fabrication, la commercialisation, la distribution, la maintenance, et le recyclage. Les solutions PLM sont conçues pour faciliter la collaboration, la gestion et le partage des données liées à la création, la vente et à la maintenance des produits tout au long de leur cycle de vie.

Visiativ a présenté le 20 septembre 2023 son nouveau plan stratégique, baptisé SHIFT5, qui vise à faire évoluer le profil de développement de l'entreprise en mettant l'accent sur les abonnements en mode SaaS et ambitionne de doubler le chiffre d'affaires en 5 ans pour atteindre 500 M€ en 2028 (avec un volet de croissance externe), dont plus de 50% à l'international et un ARR de plus de 100 M€.

La Société est cotée sur Euronext Growth à Paris depuis 2014.

3.2 Analyse du marché et positionnement de Visiativ

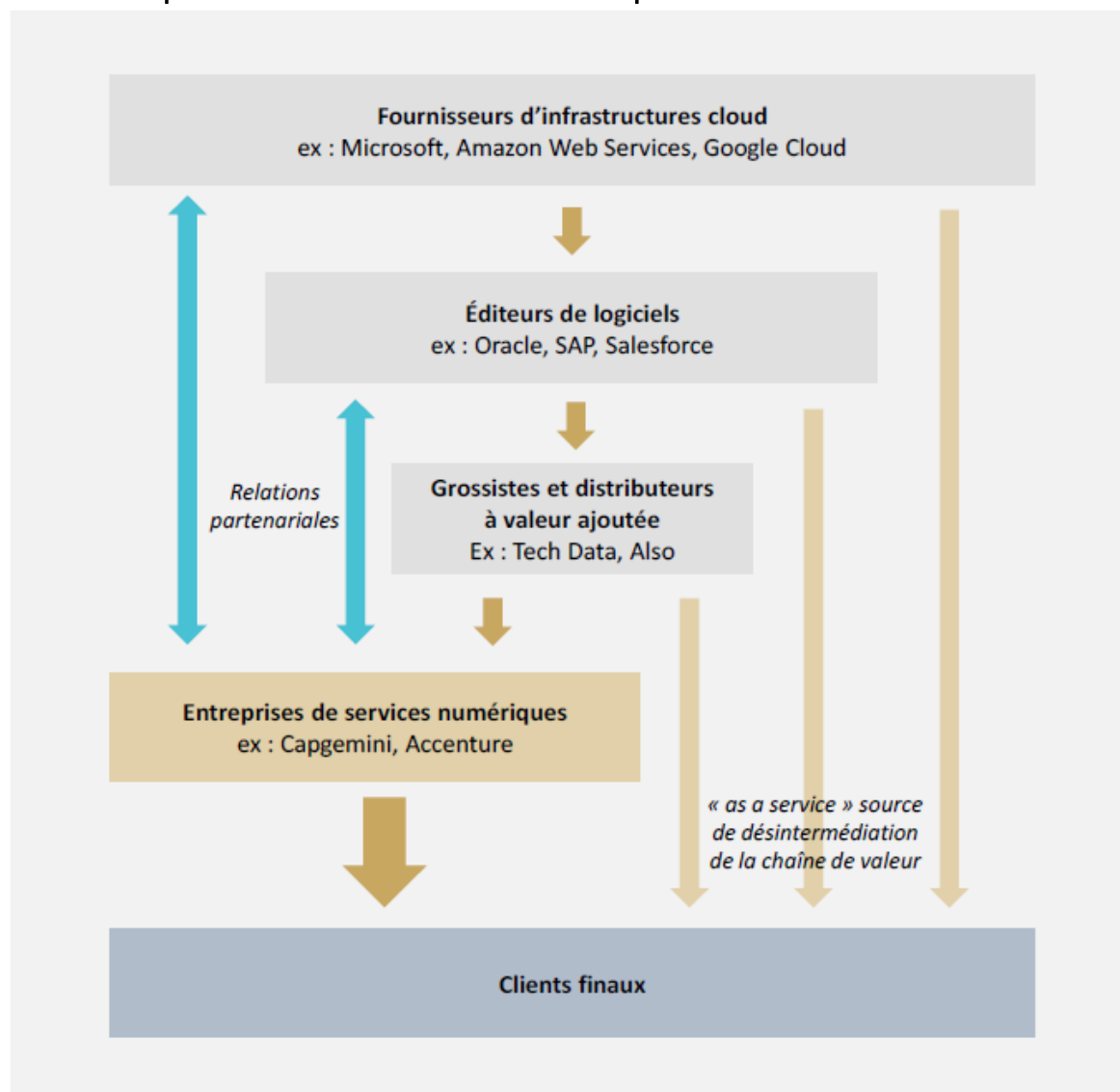
Le secteur informatique peut être divisé en trois métiers :

- les services, qui représentent en France, selon une étude Xerfi sur les services numériques¹¹, un marché de l'ordre de 32 Mds€ en 2022 (en croissance de 15%), soit l'essentiel des revenus du secteur. Les entreprises de services numériques (ESN, anciennement dénommées SSII) fournissent des prestations de conseil, d'intégration de systèmes et de services de développement. Sur ce marché, le cloud constitue le principal sous-marché en valeur (15,3 Mds€), devant la transformation digitale (7,6 Mds€), l'IoT (5,9 Mds€), la cybersécurité (3,3 Mds€) et le Big Data (2,3 Mds€) ;
- les logiciels, qui représentent, selon une étude Xerfi sur l'édition de logiciels¹², un marché de 17,5 Md€ de chiffre d'affaires en France en 2022 (chiffre Insee), avec des solutions principalement tournées vers les entreprises et les administrations (80% de la clientèle). Ce marché inclut les solutions destinées aux professionnels (gestion comptable et financière, ERP, analyse et traitement de bases de données ...) et aux particuliers (bureautique, utilitaires, sécurité, jeux vidéo...) ;
- le matériel (ordinateurs, tablettes tactiles, serveurs, imprimantes ...)

¹¹ Xerfi, Etude sur les services numériques (décembre 2023).

¹² Xerfi, Etude sur l'édition de logiciels (janvier 2024).

Schéma simplifié de la chaîne de valeur informatique



Source : Xerfi

Le cloud computing a largement bouleversé la chaîne de valeur IT et créé une grande porosité entre les différents métiers. Ainsi, les ESN sont aujourd'hui de plus en plus dépendantes de leurs fournisseurs d'infrastructures et des éditeurs de logiciels, qui les concurrencent en partie par le développement de solutions à la demande et commercialisables via le cloud.

Métier de l'édition de logiciels

Le marché français du logiciel est dominé par quelques grands acteurs américains (Microsoft, Oracle et IBM), allemands (SAP) ou français¹³ (Cegid, Dassault Systèmes, Sopra Steria, Cegedim ou Murex).

¹³ Visiativ est classée à la 47^e place du classement Xerfi des principaux éditeurs de logiciels en France.

L'étude Xerfi précitée prévoit que la demande en logiciels résistera bien à la dégradation de la conjoncture économique en 2024 (croissance attendue de 9%, après +10,5% en 2023). Les budgets informatiques des entreprises devraient augmenter, notamment dans l'intelligence artificielle, le *cloud*, la *data* et la cybersécurité. La tendance de fond à la dématérialisation et à l'automatisation des fonctions support devrait également soutenir la dynamique des logiciels applicatifs, le seul risque pouvant résider dans les décisions des directions des systèmes d'information de réduire les coûts et d'exiger des projets à la fois plus simples et à rendement rapide et sûr.

La montée en puissance du cloud computing transforme en profondeur le secteur informatique ; en particulier dans l'édition de logiciels, elle se traduit par l'essor du SaaS (Software-as-a-Service), qui a engendré un chiffre d'affaires de 7 Mds€ en France en 2022 (en croissance de près de 21%). Avec l'avènement du SaaS, les logiciels sont désormais accessibles à distance via internet (et non plus installés sur les serveurs des clients), et facturés sur un modèle d'abonnement (et non plus sous forme de licences), les mises à jour sont automatiques (et gérées par le fournisseur technologique). Ce mode de distribution devrait permettre aux éditeurs (notamment aux plus importants) de se passer plus facilement des revendeurs, voire des ESN, en proposant l'intégration et le déploiement de leurs produits chez leurs clients, et ainsi capter une plus grande part de la valeur ajoutée générée par leurs solutions et proposer aux clients davantage de services et prestations connexes (stockage de données, maintenance, formation etc.).

Ce bouleversement implique de refondre une grande partie du code des logiciels existants, voire rebâtir des solutions à partir de zéro, et de former les départements marketing, communication et vente.

Par ailleurs, l'intégration de l'intelligence artificielle (IA) dans les solutions logicielles est devenue la priorité de nombreux éditeurs. L'offre de logiciels doit également prendre en compte la forte demande en cybersécurité, en connectivité et autres technologies nécessaires à la transformation numérique et doit privilégier des solutions ad hoc et sur-mesure à des produits standardisés.

L'effet taille joue sur la dynamique d'activité des éditeurs de logiciels. Depuis plusieurs années, les acteurs majeurs voient leurs revenus progresser davantage que ceux des entreprises de petite taille en parvenant à mieux capter la demande générée par la transformation digitale et à imposer des hausses de prix dans un contexte inflationniste.

Métier des services numériques

Le marché des services en France est dominé par des leaders français comme Capgemini, Sopra Steria, Atos, Alten ou Orange Business Services, et des acteurs étrangers comme Accenture et IBM (US), SCC (UK), CGI (Canadien), Econocom (Belge). Du fait de ses faibles barrières à l'entrée, le marché accueille également de nouveaux entrants : éditeurs de logiciels, hébergeurs ou opérateurs télécoms du fait d'une certaine porosité du marché.

Sur le marché des services numériques, les perspectives de croissance restent également importantes selon Xerfi (étude précitée) de l'ordre de 9% en 2024 et 12% en 2025 et 2026.

Les entreprises de services numériques, qui se structuraient historiquement par pôle entre conseil, intégration et infogérance, doivent aujourd'hui transformer leurs offres et leurs organisations afin de mieux répondre aux enjeux des clients (stratégie « client centric »). Cette transformation est souvent accompagnée par le déploiement d'offres intégrées impliquant un élargissement du périmètre d'intervention, au-delà des services numériques, par exemple à l'édition de logiciels ou l'hébergement des données.

La croissance des ESN est désormais tirée par l'intelligence artificielle, le cloud, la cybersécurité, le marketing digital et l'internet des objets, qui offrent de vastes opportunités, mais aussi des défis notamment en termes de compétences. La capacité des ESN à s'adapter rapidement (à la fois en termes de produits et de ressources humaines) et à commercialiser des produits et des services innovants autour de ces technologies déterminera leur succès futur. Les problématiques environnementales constituent également à la fois une opportunité (nouveaux marchés comme le développement de logiciels pour l'environnement ou les prestations du conseil en matière de green IT) et un défi (décarbonation des pratiques).

Visiativ intervient sur le marché de l'intégration et de l'édition de logiciels et des services numériques. Il est davantage intégrateur (de solutions Dassault Système notamment) qu'éditeur de logiciels. Les solutions proposées se concentrent autour du concept de PLM (*Product Lifecycle Management*¹⁴).

Visiativ intervient également, via sa filiale ABCi/Absiskey, sur le marché du financement de l'innovation (un marché de niche de l'ordre de 165 M€ de chiffre d'affaires en 2022 en France¹⁵, sur le segment du CIR).

¹⁴ Le PLM est décrit à la note 8 ci-dessus.

¹⁵ Xerfi, Etude sur le marché du conseil en financement de l'innovation à l'horizon 2026 (octobre 2023).

Nous présentons ci-après une analyse SWOT de l'activité de Visiativ :

FORCES	FAIBLESSES
• Portefeuille diversifié de clients PME/ETI • Approche intégrée des solutions offertes aux PME, accompagnement de la transformation digitale • Synergies entre les pôles d'activité • Leader dans l'intégration de solutions Solidworks	• Dépendance forte aux solutions Dassault Systèmes • Modicité de l'activité Edition en propre • Endettement significatif • Taille et empreinte géographique encore limitée
OPPORTUNITES	MENACES
• Développement du modèle SaaS qui offre plus de récurrence • Possibilités de croissance externe, notamment à l'international • Développement de solutions propriétaires	• Forte concurrence à l'international • Risques d'exécution de la transformation du modèle vers plus de SaaS (acceptation par le marché) • Concurrence de nouveaux acteurs cloud natifs, et d'autres acteurs de la filière informatique • Réduction / décalage des investissements des clients dans un contexte économique plus difficile • Obsolescence de plus en plus rapide des solutions

3.3 Analyse des comptes de la Société

La Société établit des comptes consolidés selon le référentiel français (règlement de l'Autorité des Normes Comptables 2020-01). Elle clôture ses comptes au 31 décembre de chaque année.

Le compte de résultat consolidé simplifié est présenté ci-après :

Performances historiques

Le compte de résultat consolidé simplifié des deux derniers exercices est présenté ci-après :

M€	31/12/2022	31/12/2023
Chiffre d'affaires	258,8	277,5
Autres produits d'exploitation	13,3	14,5
Achats consommés	(93,2)	(93,7)
Impôts et taxes	(2,2)	(2,3)
Charges de personnel	(102,6)	(120,5)
Dépréciations et provisions	(0,3)	0,5
Autres charges d'exploitation	(45,4)	(49,1)
EBITDA	28,4	27,1
Marge	11,0%	9,8%
Dotations aux amortissements	(9,4)	(9,6)
RESULTAT D'EXPLOITATION	19,0	17,5
Marge	7,3%	6,3%
Résultat financier	(3,2)	(5,1)
Résultat exceptionnel		2,9
IS	(3,5)	(4,0)
QP de résultat des sociétés mis en équivalence	(0,3)	(0,4)
RESULTAT NET	12,0	10,8
Intérêts minoritaires	(1,0)	(0,9)
RESULTAT NET - Part du groupe	11,1	10,0

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 277,5 M€ en 2023, soit une augmentation de 7,2% par rapport à 2022 (stable à périmètre et taux de change constant), marquée par la dynamique du pôle Conseil (+14%) et la poursuite de la transformation du modèle de ventes de logiciels, avec une hausse de 69% sur les abonnements SaaS. L'ARR s'établit fin 2023 à près de 40 M€ (43 M€ à fin mars 2024).

Les revenus du Groupe se décomposent de la façon suivante sur l'exercice 2023 :

- Logiciels (licences) pour 24,8 M€
- Maintenance (initiale, renouvellement de contrats, contrats Abonnements) pour 197,6 M€
- Services (formation et service pack) pour 45,8 M€
- Autres (principalement vente de matériels) pour 9,3 M€.

Le chiffre d'affaires réalisé à l'international s'élève à 100 M€ en 2023, soit une augmentation de 9% par rapport à 2022 (stable à périmètre et taux de change constant). Le poids de l'international reste stable, représentant 36% du chiffre d'affaires.

Les achats consommés correspondent essentiellement à des licences et contrats de maintenance relatives aux solutions tierces intégrées par Visiativ (notamment solutions Dassault Systèmes). Ils intègrent également les frais d'hébergement des données en mode SaaS.

La Société capitalise les frais de développement, principalement liés au développement de logiciels, qui satisfont aux critères d'activation (11,1 M€ en 2023 et 9 M€ en 2022). Elle a perçu en 2023 une subvention de 0,4 M€, non récurrente. Les autres produits concernent essentiellement des transferts de charges.

La marge d'EBITDA s'établit à environ 9,8% du chiffre d'affaires en 2023, contre 11% en 2022. Cette baisse, malgré une reprise nette de provision pour engagements de retraite de 2 M€ en 2023, s'explique notamment par :

- la hausse des charges de personnel en lien avec les entrées de périmètre (2023 et 2022 en année pleine), la hausse des effectifs et l'effet de la modification des commissionnements commerciaux en lien avec le passage en mode SaaS ;
- la hausse des autres achats et charges externes avec les entrées de périmètre (2023 et 2022 en année pleine) et la hausse des dépenses marketing (uniformisation des marques au Royaume-Uni, au Benelux, en Allemagne et en Suisse et généralisation de la signalétique Visiativ).

Les dotations aux amortissements concernent essentiellement les frais de développement (7,7 M€ sur les 9,6 M€ en 2023).

Le résultat financier reflète à la fois l'augmentation de l'endettement et la hausse des taux d'intérêt.

Le résultat exceptionnel correspond notamment à un produit net de cession de 3,1 M€ lié au transfert de Visiativ Managed Services (VMS), gestionnaire d'infrastructure IT et d'hébergement, à la filiale datacenter Nexeren de XEFI (partenariat conclu avec XEFI).

Le résultat net part du groupe s'élève à 10,8 M€ au 31 décembre 2023 contre 12 M€ au 31 décembre 2022.

En septembre 2023, Visiativ a annoncé son plan stratégique SHIFT5, pour la période 2024-2028, visant à :

- doubler son chiffre d'affaires en 5 ans pour atteindre 500 M€ en 2028, dont plus de 50% à l'international, avec un volet de croissance externe ;
- faire évoluer le profil de développement de l'entreprise en mettant l'accent sur les abonnements en mode SaaS, pour atteindre un ARR (Annual Recurring Revenue) de l'ordre de 100 M€.

Structure bilantielle

Le bilan consolidé simplifié de la Société est présenté ci-après :

M€	31/12/2022	31/12/2023
Écarts d'acquisition	130,1	124,4
Immobilisations incorporelles	12,8	33,1
Immobilisations corporelles	4,1	5,4
Immobilisations financières	5,2	5,2
Actifs immobilisés	152,2	168,2
Stocks	0,5	0,4
Créances clients et divers	71,7	87,5
Autres actifs courants	29,7	34,8
Dettes fournisseurs (hors immo)	(43,8)	(54,9)
Dettes fiscales et sociales	(49,5)	(53,6)
Autres dettes	(23,2)	(28,8)
BFR	(14,6)	(14,6)
Provisions R&C	(17,1)	(16,9)
Autres éléments	3,5	2,5
Emprunts et dettes financières	(107,8)	(114,0)
Disponibilités	57,9	54,6
Endettement net	(49,9)	(59,4)
CAPITAUX PROPRES	74,1	79,9
Participations ne donnant pas le contrôle	(4,6)	(3,8)
CAPITAUX PROPRES - Part du groupe	69,5	76,1

Au 31 décembre 2023, les écarts d'acquisition proviennent notamment des différentes acquisitions réalisées par la société, dont 73,3 M€ en France et 51 M€ à l'international.

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement composées de licences et de frais de développement de logiciels.

Les immobilisations corporelles correspondent à des agencements et à du matériel informatique.

Les immobilisations financières sont constituées principalement de dépôts et cautionnements versés. La valeur nette comptable des titres de participation des sociétés non retenues dans le périmètre de consolidation s'élève à 0,3 M€.

Certaines créances clients sont affacturées (financement de 33,6 M€ au 31 décembre 2023 et 33,1 M€ à fin 2022). Après retraitement des créances financées par affacturage, le besoin en fonds de roulement s'élève à 19,1 M€ en 2023 (18,5 M€ en 2022), soit 6,9% du chiffre d'affaires (7,1% en 2022).

Les autres éléments correspondent à des comptes-courants avec des sociétés non consolidées, des impôts différés et des compléments de prix sur acquisitions (1,6 M€ pour ce dernier poste).

Les provisions correspondent à des indemnités de fin de carrière (7,6 M€), des coûts de maintenance (2,3 M€), des pertes de change (0,5 M€) et à d'autres risques et charges (6,4 M€) liés notamment à des risques fiscaux clients ou des litiges prud'hommaux.

La Société dispose au 31 décembre 2023 d'une trésorerie de 54,6 M€ (57,9 M€ au 31 décembre 2022). A cette date, la dette financière s'élève à 114 M€ (107,8 M€ au 31 décembre 2022).

Fin 2022, Visiativ a renégocié sa dette pour 115 M€ de nouveaux financements visant à refinancer et allonger la maturité de la dette ainsi qu'à saisir des opportunités de croissance externe. Les 115 M€ se composent :

- d'un nouvel emprunt senior (crédit Croissances Externes) de 70 M€ (utilisé à hauteur de 19,6 M€ au 31/12/2023),
- d'obligations Relance pour 10 M€ (entièrement utilisées au 31/12/2023),
- de refinancement de la dette bancaire senior antérieure via l'émission d'une nouvelle tranche de 15 M€ (entièrement utilisée au 31/12/2023),
- et de la mise en place d'une enveloppe bancaire de 20 M€ en vue du refinancement de l'emprunt obligataire Euro PP (non utilisée au 31/12/2023).

Par ailleurs, la société a également souscrit les emprunts suivants :

- un Prêt Garanti par l'Etat (PGE) de 39 M€ obtenu en 2020, dont 23,8 M€ restant dû au 31/12/2023,
- 20 M€ ont été levés auprès de BPI en 2022 et deux nouvelles lignes de dettes en 2023 pour 10M€. L'encours total BPI est de 18,4 M€ au 31/12/2023,
- des emprunts historiques ont été souscrits directement par certaines filiales lors d'opérations de croissance externe pour un total restant dû au 31/12/2023 de 3,5 M€,
- 3 M€ ont été levés en 2023 auprès de la Société Générale afin de financer l'acquisition de MMP Tax au Royaume-Uni.

Les actionnaires minoritaires des sociétés VSSB (actionnaire unique de la société Iporta), Visiativ Consulting UK, Living Actor, BSoft, ABGI France, 1Life et Visiativ Daxium (actionnaire unique de Daxium) bénéficient d'une option de vente de leurs actions, et la société VISIATIV a l'obligation d'achat des titres des minoritaires à l'exception de Visiativ Consulting UK. Ces options ne sont pas comptabilisées dans les comptes.

La Société bénéficie au 31 décembre 2023 de déficits fiscaux de 26,3 M€ liés aux pertes réalisées au cours d'exercices antérieurs, dont 8,6 M€ pouvant s'imputer sur les résultats réalisés dans le périmètre d'intégration fiscale.

Les capitaux propres part du groupe s'élèvent à 76,1 M€ contre 69,5 M€ l'exercice précédent. Sur l'exercice, le Groupe a distribué le 7 juin 2023 un dividende de 1,10 € par action, représentant 5 M€.

Capital

Le capital de la Société est composé au 31 décembre 2023 de 4 613 456 actions de 0,60 euro de valeur nominale. La Société détient 50 868 de ses propres actions à cette date.

Actionnariat

Au 31 décembre 2023, la répartition du capital et des droits de vote était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote théoriques	%
<i>Alliativ</i>	1 910 868	41,42%	3 821 736	54,69%
<i>Famille Fiard</i>	66 442	1,44%	119 624	1,71%
<i>Famille Donzel</i>	63 594	1,38%	117 790	1,69%
<i>Autres membres du concert</i>	150 471	3,26%	300 942	4,31%
Membres du concert	2 191 375	47,50%	4 360 092	62,39%
Salariés et FCPE	268 902	5,83%	339 647	4,86%
Autocontrôle	50 868	1,10%	50 868	0,73%
Flottant	2 102 311	45,57%	2 237 344	32,02%
Total	4 613 456	100%	6 987 951	100%

A la date du présent rapport, après les acquisitions réalisées hors marché par Alliativ décrites en parties 1 et 2 du présent rapport, la répartition du capital et des droits de vote est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote théoriques	%
<i>Alliativ</i>	2 163 446	46,50%	4 074 314	59,46%
<i>Famille Fiard</i>	13 261	0,29%	13 262	0,19%
<i>Famille Donzel</i>	9 319	0,20%	9 319	0,14%
<i>Autres membres du concert</i>	920	0,02%	920	0,01%
Membres du concert	2 186 946	47,01%	4 097 815	59,80%
Salariés et FCPE	291 811	6,27%	457 779	6,68%
Autocontrôle	50 868	1,09%	50 868	0,74%
Flottant	2 122 751	45,63%	2 245 548	32,77%
Total	4 652 376	100%	6 852 010	100%

4. Evaluation de l'action Visiativ

4.1 Méthodes et paramètres d'évaluation de la Société

Nous avons procédé à notre propre évaluation de la société Visiativ conformément à la recommandation de l'AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020, pour apprécier le prix de 37 € offert par action. Cette évaluation repose sur une approche multicritère qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

La principale difficulté rencontrée au cours de nos travaux réside dans la modélisation du flux terminal dans la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

Nous avons eu accès au plan d'affaires élaboré par la Société mi 2023, présenté à Groupe SNEF et au marché le 20 septembre 2023 (plan Shift 5¹⁶), mis à jour début 2024 sur la base des réalisations 2023 et du budget 2024, et enfin approuvé par le Conseil le 15 mars 2024.

Le plan d'affaires prend en compte l'intégration des sociétés acquises en 2023 et début 2024 mais ne prend pas en compte les acquisitions futures (un volet de croissance externe de l'ordre de 100 M€ est prévue dans le plan Shift 5). Il intègre une amélioration des marges d'EBITDA et d'EBIT (de, respectivement, +1,8 point et +2,6 points), après un tassement en 2024.

Au-delà du communiqué de presse, le dirigeant avait indiqué dans une interview du 25 septembre 2023¹⁷ : « *Nous devrions donc, en début de plan, conserver une marge d'Ebitda de l'ordre de 10%, niveau que nous avons atteint depuis 2021, puis progressivement tendre vers un niveau de l'ordre de 15% de marge d'Ebitda normative au-delà du plan SHIFT5* ». Nous avons discuté avec le dirigeant et le comité ad hoc des perspectives de rentabilité future : après un tassement en 2024, le management estime qu'une marge d'EBITDA de 11,6% peut être atteinte à horizon 2028, si les dernières sociétés acquises sont bien intégrées et que les perspectives de cross selling avec les filiales internationales se matérialisent. Au-delà du plan Shift, l'atteinte d'un niveau de marge supérieure dépendra de la croissance externe qui aura été réalisée et de l'éventuelle transformation de l'activité vers davantage d'édition en propre et moins d'intégration de produits tiers. A ce stade, l'activité Intégration devrait continuer à représenter plus de la moitié du chiffre d'affaires à horizon 2028 et la meilleure estimation de la Société est de parvenir à atteindre une marge d'EBITDA normative pour le mix d'activité de l'ordre de 12%.

¹⁶ Le communiqué de presse du 20 septembre 2023, sur le plan Shift 5, annonçait notamment :

« Dans ce cadre, Visiativ se fixe les objectifs financiers suivants à l'horizon 2028 :

- Réaliser 500 M€ de chiffre d'affaires, dont 50% réalisé à l'international, en associant croissance organique et volet de croissance externe (contre 258,8 M€ de chiffre d'affaires en 2022, dont 36% à l'international) ;
- Développer fortement le modèle d'abonnements pour porter l'ARR à 100 M€ (contre 27,4 M€ d'ARR à fin décembre 2022).

Ces performances, basées sur le maintien d'un niveau élevé de rentabilité, associées aux nouveaux financements conclus fin 2022 pour 115 M€, dont un emprunt senior d'un montant jusqu'à 70 M€, permettent à Visiativ de disposer des marges de manœuvre financières nécessaires à l'exécution du volet croissance externe de SHIFT5. »

¹⁷ Interview réalisée par Raphaël Girault le 25 septembre 2023.

Cette marge est en ligne avec la marge attendue par les analystes sur les sociétés cotées de notre échantillon de sociétés comparables¹⁸, et en ligne ou supérieure aux attentes des analystes sur la Société. Nous l'avons retenue comme marge normative pour le calcul du flux terminal dans la méthode DCF.

4.1.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Après étude, nous avons écarté les références et méthodes suivantes :

Référence à l'actif net comptable

L'actif net comptable ne constitue pas une référence pertinente de la valeur de Visiativ, car il n'intègre pas les perspectives de croissance ni la valeur créée par la Société.

A titre d'information, les capitaux propres consolidés part du groupe s'établissent à 76,1 M€ au 31 décembre 2023, la valeur comptable par action s'élève ainsi à 16,7 €.

Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à réévaluer les actifs et passifs de la Société afin d'en extérioriser les plus ou moins-values latentes. Nous n'avons pas retenu cette méthode car les actifs de Visiativ sont principalement constitués de son fonds de commerce, qu'il n'est pas possible d'évaluer indépendamment de l'activité. La valeur des éléments incorporels et notamment du goodwill est généralement mesurée globalement par la méthode des flux de trésorerie futurs, mise en œuvre par ailleurs.

Méthode du rendement du dividende

La Société a versé un dividende de 0,45 euro en 2022 (au titre de 2021) et 1,10 euro en 2023 (au titre de 2022). Elle n'avait pas versé de dividendes au cours des années précédentes et n'en versera pas au titre de 2023 (selon résolution de l'assemblée générale du 21 mai 2024). Elle n'a ainsi pas de politique régulière de distribution et la méthode du rendement du dividende ne peut être appliqué.

A titre d'information, le coupon versé au titre de l'exercice 2022 (1,10 euro), capitalisé au taux de rendement du SBF 120 (3,25%¹⁹), fait ressortir une valeur de 33,85 euros.

Méthode des multiples observés sur des transactions du secteur

Cette méthode consiste à appliquer les multiples issus d'un échantillon de sociétés cibles de transactions intervenues dans le même secteur d'activité, aux agrégats de la Société.

¹⁸ Cf. paragraphe 4.5.1 ci-après, l'échantillon de sociétés cotées comparables.

¹⁹ Source : Capital IQ, moyenne des rendements du dividende des sociétés du SBF 120 au 31 décembre 2023.

Nous avons étudié les transactions récentes intervenues sur des sociétés de conseil en services numériques ou en technologie. Les sociétés cibles concernées ne sont cependant pas comparables à Visiativ en termes d'activité et/ou de taille. En conséquence, la méthode n'est pas pertinente et nous ne la mentionnons qu'à titre d'information.

Ainsi, à titre d'information, nous avons étudié les multiples ressortant des transactions intervenues récemment dans le secteur, à savoir :

- L'acquisition de la société SII par la société SII Goes On en février 2024 qui a conduit à un retrait de cote de la société ;
- L'acquisition de la société hollandaise Ordina par Sopra Steria en mars 2023 qui a conduit à un retrait de cote de la société ;
- L'acquisition de la société Inetum (ex GFI) par Bain Capital en juin 2022 ;
- L'acquisition de la société Umanis par CGI en mai 2022 qui a conduit à un retrait de cote de la société.

Le multiple moyen d'EBIT du dernier exercice clos ressortant de ces transactions s'établit à 14,2x, le multiple médian à 14,3x :

Date	Acquéreur	Cible	EV/M€	Devise	EV/Ebit
févr.-24	SII Goes On	SII	1 493	€	14,9x
mars-23	Sopra Steria	Ordina	480	€	13,6x
juin-22	Bain Capital	Inetum	1 850	€	11,3x
mai-22	CGI	Umanis	350	€	17,1x
Multiple moyen					14,2x
Multiple median					14,3x

En appliquant le multiple médian à l'EBIT 2023 de la Société, la valeur d'entreprise de Visiativ s'élève à 249,4 M€ et, compte tenu d'une dette nette ajustée de 108,5 M€ (cf. paragraphe 4.1.3 ci-après), la valeur par action ressort à 30,3 euros par action (prime offerte par le prix d'Offre : +22,2%).

4.1.2 Références et méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes suivantes :

Transactions récentes sur le capital de la Société

Ainsi que décrit ci-dessus aux parties 1 et 2, l'Offre fait suite à l'acquisition par Groupe SNEF du contrôle d'Alliativ, actionnaire de référence de la Société, et à une acquisition hors marché par Alliativ de titres Visiativ, en date du 11 juin 2024.

Aucune autre transaction significative récente n'est intervenue sur le capital de la Société.

Cours de bourse

La Société est cotée depuis 2014, elle dispose d'un flottant significatif. Bien que la liquidité soit modeste, le cours de bourse reste un point de référence pour l'actionnaire minoritaire.

Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (Discounted Cash Flows ou DCF)

Cette méthode consiste, sur la base du plan d'affaires de la Société, à actualiser les flux de trésorerie prévisionnels à un taux reflétant le niveau de rentabilité attendu par le marché à l'égard de cette société. Cette méthode tient compte d'une valeur dite terminale représentant la croissance et la rentabilité normative de la Société en fin de plan. Elle prend en compte la capacité de la Société à créer de la valeur, sur la base de ses perspectives d'activité.

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de la société évaluée les multiples boursiers observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes notamment d'activité, de taille, de rentabilité et de perspectives de croissance.

4.1.3 Données de référence de la Société

Nombre de titres

Le capital de la Société est composé de 4 652 376 actions en circulation à la date du rapport.

La Société a mis en place un programme de rachat d'actions. Dans ce cadre, elle détient 50 868 titres en auto-détention à la date du rapport.

La Société a également mis en place des plans de fidélisation et de performance du management par le biais de l'attribution de 50 074 actions gratuites. Ces actions gratuites sont soumises à une obligation de performance et de présence pour 2024, dont le management nous a indiqué que la probabilité de réalisation était forte. Nous les avons intégrés dans le nombre d'actions.

La Société avait émis des BSA, devenus caducs le 14 juin 2024 au soir. Les derniers exercices de BSA sont intervenus le 14 juin et les actions créées sont comprises dans le nombre d'actions en circulation.

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions dilué hors auto-détention de 4 651 582 actions.

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

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est calculé à partir des comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2023. Il intègre les principaux éléments suivants :

- (+) la trésorerie pour 54,6 M€ ;
- (+) le montant des actifs financiers et comptes-courants avec les sociétés du groupe non consolidées pour 0,6 M€ (net de provision) ;
- (+) le montant de la créance encaissée en avril 2024 liée à la cession de la société VMS pour 1,2 M€ ;
- (+) la trésorerie liée à l'exercice des BSA pour 0,2 M€ ;
- (+) la valeur des déficits fiscaux actualisés pour 3,4 M€.

Et venant en diminution de la trésorerie :

- (-) les emprunts et dettes auprès des établissements de crédit pour 114 M€ ;
- (-) le prix d'acquisition de la société SolidApps²⁰ payé début 2024, soit 3 M€ ;
- (-) des compléments de prix sur une acquisition antérieure, comptabilisés en dette sur immobilisations, pour 1,6 M€ ;
- (-) les créances financées par affacturage, diminuées du fonds de garantie, pour 33,6 M€ ;
- (-) le montant des puts accordés à certains dirigeants de filiales et les intérêts minoritaires valorisés sur la base des prix d'exercice d'options d'achat figurant dans des pactes d'actionnaires pour un total de 12 M€²¹ ;
- (-) le montant des provisions pour litiges et autres provisions décaissables pour 4,3 M€.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres correspond à un endettement net de **108,6 millions d'euros**.

4.2 Transaction récente sur le capital

Nous avons étudié l'opération d'acquisition du contrôle d'Alliativ par Groupe SNEF ci-avant au paragraphe 2.

Après étude du SPA et de ses annexes ainsi que des accords connexes (notamment le traité d'apport de titres Alliativ à Visiateam dans le cadre d'un réinvestissement, le pacte d'actionnaires et les projets d'accords de liquidité), nous avons pu conclure que :

- Les transactions de cession et d'apport ont été réalisées indirectement (sur Alliativ) ou directement (sur Visiativ) au prix d'Offre de 37 euros (cf. paragraphe 2) ;

²⁰ SolidApps a été intégrée dans le plan d'affaires du management.

²¹ Nous avons eu accès au calcul du management ainsi qu'aux principaux pactes d'actionnaires.

- Le pacte d'actionnaires et les accords de liquidité qui nous ont été communiqués ne remettent pas en cause le prix offert de 37 euros par action Visiativ. En particulier les formules de liquidité offerte aux actionnaires dirigeants et salariés à partir d'avril 2029 (au-delà d'une période d'illiquidité de cinq ans), sont cohérentes avec le prix d'Offre à la date du présent rapport.

Nous notons que les deux fondateurs, qui détenaient avant l'opération, globalement par l'intermédiaire de leurs holdings, 73,3% du capital d'Alliativ (soit indirectement 30,1% du capital et 40% des droits de vote de Visiativ), ont cédé respectivement 98,2% (M. Donzel) et 51,4% (M. Fiard) de leurs participations dans l'Initiateur.

Ils ont par ailleurs cédé à Alliativ les actions Visiativ qu'ils détenaient au nominatif, et envisagent d'apporter à l'Offre les actions Visiativ qu'ils détiennent au porteur (ensemble, 0,49% du capital).

Ainsi, l'un des fondateurs s'est quasiment totalement désengagé du groupe Alliativ/Visiativ au prix par transparence de 37 euros par action.

Nous nous sommes par ailleurs entretenus avec Groupe SNEF sur l'intérêt pour ce dernier que représente la prise de contrôle de la Société et sur les synergies envisagées. Ainsi que mentionné dans le projet de note d'information : « *L'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société, autre que les économies résultant d'une sortie de cote de la Société en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Des synergies commerciales sont potentiellement envisageables entre le Groupe Snef et le Groupe Visiativ mais ne sont pas chiffrables à la date de la présente Offre.* »

Groupe SNEF nous a confirmé qu'à ce stade de l'opération, il ne souhaitait pas opérer de réorganisation particulière en vue de réaliser, à une échéance prochaine, des synergies de coûts significatives, Visiativ ayant vocation à conserver ses structures de gouvernance actuelles et un certain niveau d'autonomie dans sa gestion. S'il existe des complémentarités en termes de services proposés, de clientèle et de maillage géographique entre la Société et le reste des activités du Groupe Snef, ce dernier n'a pas chiffré de synergie commerciale à ce stade.

Sur la base des informations communiquées par la Société, nous avons chiffré les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, à environ 0,3 euro par action.

4.3 Référence au cours de bourse de Visiativ

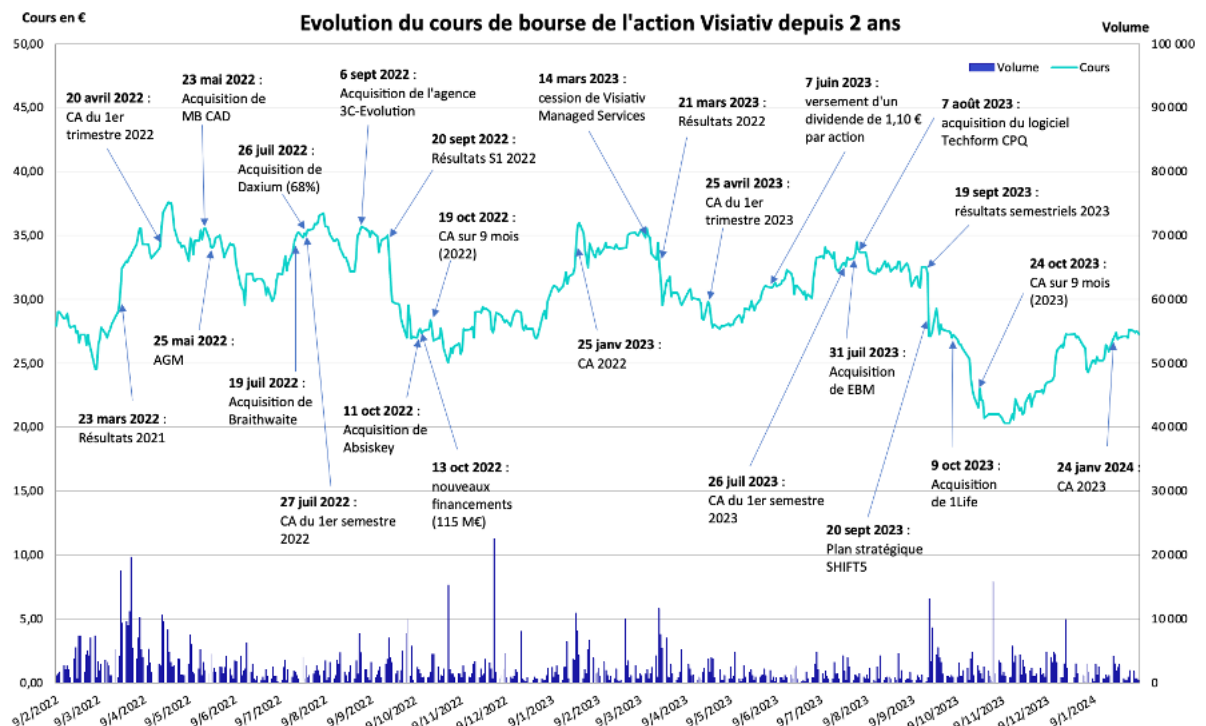
Les titres de la Société sont cotés depuis 2014 sur Euronext Growth à Paris.

Nous avons étudié le cours de Visiativ jusqu'à la date de publication de son communiqué du 9 février 2024 annonçant la présente Offre au prix de 37 euros.

A cette date, les taux de rotation du capital et du flottant sur les douze derniers mois s'établissent respectivement à 10,4% et 22,5% ; la liquidité du titre est ainsi modeste, comme le montre le tableau suivant :

Liquidité - 08/02/2024	en milliers
Moyenne volume 20 jours	1,4
Moyenne volume 60 jours	2,1
Moyenne volume 120 jours	2,1
Somme volume 1 an	477
NOSH	4 600
Flottant	46%
Rotation du capital 1 an	10,4%
Rotation du flottant 1 an	22,5%

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Visiativ depuis le 9 février 2022 :



Après une baisse jusqu'au 7 mars 2022 à 24,5 €, le cours est revenu à son niveau de début février 2022 pour atteindre 29,30 € le 23 mars 2022, jour de l'annonce des résultats annuels 2021. Il a ensuite continué à progresser jusqu'au 6 avril 2022 pour atteindre 35,50 €, avant de connaître une baisse jusqu'au 14 avril 2022 à 33,20 €.

Le cours va progresser sous l'impulsion de l'annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2022 le 20 avril 2022, pour atteindre 37,60 € le 25 avril 2022, son point le plus haut depuis 2 ans (cours de clôture, pré annonce du 9 février 2024).

Le cours va ensuite chuter en deux semaines jusqu'à 33 € le 9 mai 2022. Il va alors osciller entre 33,25 € et 35,55 €, puis chuter à nouveau à 29,55 € le 16 juin 2022 avant de rebondir le lendemain à 31,95 € et finalement baisser jusqu'à 29,90 € le 4 juillet 2022.

Le cours a augmenté jusqu'au 8 août 2022 pour atteindre 36,70 €, notamment porté par les annonces successives des acquisitions de Braithwaite le 19 juillet 2022 et de Daxium le 26 juillet 2022, ainsi que par l'annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2022, le 27 juillet 2022.

Le cours a ensuite baissé jusqu'au 29 août 2022 à 32,20 € avant de rebondir pour osciller entre 33,70 € et 35,70 € jusqu'au 20 septembre, où il atteindra 35 €, jour de l'annonce des résultats du 1^{er} semestre 2022. Puis le cours va baisser jusqu'au 31 octobre 2022, à 25,05 €, malgré l'annonce de nouveaux financements (115 M€) le 13 octobre 2022.

Le cours a ensuite entamé une progression, hors un ralentissement fin décembre 2022 (26,95 € le 29 décembre 2022), pour atteindre 36 € le 27 janvier 2023, deux jours après l'annonce du chiffre d'affaires 2022. Il a chuté à 32,45 € le 2 février 2023 puis augmenté pour atteindre 35,50 € le 14 mars 2023, jour de l'annonce de la cession de Visiati Managed Services.

Le cours a ensuite chuté malgré l'annonce des résultats 2022 le 21 mars 2023 et l'annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2023 le 25 avril 2023, pour atteindre 27,70 € le 2 mai 2023. Il va repartir à la hausse jusqu'au 16 juin 2023 pour atteindre 32,30 €, puis 34 10 € le 12 juillet 2023, malgré une baisse autour du 29 juin 2023 à 30 €.

Le cours a oscillé entre 30,90 € et 34,50 € jusqu'au 19 septembre 2023 atteignant 32 €, le jour de l'annonce des résultats semestriels 2023, puis a chuté à 27,10 € le lendemain, jour de l'annonce du plan stratégique SHIFT5. Cette tendance va continuer jusqu'au 10 novembre 2023 pour atteindre son point le plus bas depuis 2 ans à 20,30 € (cours de clôture, pré annonce du 9 février 2024).

Le cours a ensuite progressé pour atteindre 27,30 € le 21 décembre 2023. Malgré la diminution jusqu'au 5 janvier 2024 (24,30 €), il a progressivement augmenté pour revenir à 27,30 € le 8 février 2024.

Depuis l'annonce de l'Offre par l'Initiateur, le cours s'est maintenu à un niveau proche du prix de l'Offre, évoluant entre 35,5 € et 36,7 € en clôture.

Analyse des primes implicites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération :

Le prix d'Offre de 37 euros par action fait ressortir une prime de 35,5% par rapport au cours spot de 27,30 € le 8 février 2024, veille de l'annonce de l'Offre.

Il fait également ressortir des primes par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les périodes 20 jours et 60 jours, comprises entre 38,5% et 51%.

Cours	08/02/2024	Prime / Offre 37 €
spot	27,30 €	35,5%
20 jours	26,72 €	38,5%
60 jours	24,50 €	51,0%
120 jours	25,23 €	46,7%
1 an	28,34 €	30,5%
2 ans	30,19 €	22,6%
+haut (1 an) *	35,50 €	4,2%
+bas (1 an) *	20,30 €	82,3%

* Cours de clôture

Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre

Visiativ fait l'objet de suivi par 6 bureaux d'analyse.

Les derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre font ressortir une moyenne de euros. Ces objectifs ont été publiés postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires 2023, le 24 janvier 2024.

Date	Analystes	Target Price
26/01/2024	CIC	27,00 €
25/01/2024	Euroland	35,00 €
25/01/2024	Gilbert dupont	34,90 €
25/01/2024	ODDO	32,00 €
25/01/2024	Invest Securities	26,00 €
25/01/2024	Kepler	28,00 €
Moyenne		30,48 €

La moyenne des objectifs de cours des analystes (pré annonce de l'opération) s'établit à 30,5 €, en-dessous du prix de l'Offre de 37 €.

Depuis l'annonce de l'Offre, 5 bureaux d'analyse ont publié un objectif de cours. Kepler et CIC ont publié le jour de l'annonce de l'Offre en maintenant leur précédent objectif de cours, en attendant la réalisation de l'opération. Depuis, Kepler et le CIC ont relevé leur objectif au niveau de l'Offre, en ligne avec les autres bureaux.

4.4 Mise en œuvre de la méthode DCF

4.4.1 Plan d'affaires

Le plan d'affaires qui nous a été communiqué a été préparé par l'équipe de management par zone géographique (France vs International) sur la période 2024-2028, et a été approuvé le 15 mars 2024 par le Conseil d'administration. Ce plan reprend les orientations du plan SHIFT5 présenté au marché en octobre 2023, et prend en compte les réalisations 2023 ainsi que le budget 2024. Il intègre les dernières acquisitions réalisées par la Société (et notamment SolidApps acquise début 2024), mais ne comprend pas les futures acquisitions (croissance externe) qui devraient contribuer, selon le plan SHIFT5, au chiffre d'affaires 2028 à hauteur d'environ 100 M€. La Société nous a confirmé qu'elle n'avait pas, à la date du présent rapport, fait d'offre engageante pour une acquisition prochaine.

Nous avons construit notre propre extrapolation sur la période 2029 - 2030, sur la base de discussions avec la direction de la Société ainsi qu'avec le comité ad hoc du Conseil de la Société.

4.4.1.1 Analyse du plan d'affaires - éléments de résultat

Le ralentissement de la croissance (+20,7% en 2022, +7,2% en 2023) s'explique principalement par la transformation des modèles Licence / maintenance vers un modèle d'abonnement SaaS. En effet, lors de la vente d'un logiciel sous licence, la totalité du prix payé par le client est constatée en chiffre d'affaires à la signature du contrat, alors qu'avec une commercialisation en mode SaaS, le prix de vente du logiciel est constaté mensuellement au rythme de l'abonnement. Le chiffre d'affaires en mode SaaS est ainsi étalé sur une plus longue période, avec toutefois la perspective d'un revenu récurrent sur les années futures. L'effet de la transformation du modèle d'activité (courbe en J) devrait se poursuivre en 2024.

Le plan d'affaires prévoit pour chacune des activités une croissance moyenne annuelle entre 2023 et 2028 :

- de 5,4% pour l'activité Intégration (4,2% pour la France et 7,5% pour l'international) ;
- de 10,7% pour l'activité Edition, portée par l'internationalisation de la plateforme AGORA et des solutions propres Visiativ (croissance de 7,1% pour la France et 29,6% pour l'international) ;
- de 10,1% sur l'activité Conseil (croissance de 7% pour la France et 12,4% pour l'international).

La croissance moyenne annuelle du plan serait ainsi de 7,4%, avec des ventes à l'international qui passeraient de 103 M€ (37% du chiffre d'affaires) en 2023 à 170 M€ (43% du chiffre d'affaires) en 2028.

La part d'abonnement SaaS dans le chiffre d'affaires total augmenterait d'un niveau de 10,9% en 2023 (avec un chiffre d'affaires de 30,2 M€) à 23,4% en 2028.

La marge directe devrait s'améliorer de 2,6 points sur la durée du plan, notamment soutenue par les activités Edition et Conseil.

Les coûts commerciaux, essentiellement des frais de personnel, augmenteraient de l'ordre de 1 point en pourcentage du chiffre d'affaires, notamment en raison de l'accompagnement du développement des solutions propres à l'international.

Les autres charges générales (coûts centraux non affectés à une activité) diminueraient, après une augmentation en 2024, en pourcentage du chiffre d'affaires, de 1,5 point entre 2024 et 2028.

Après un tassement prévu en 2024 (année encore impactée par la transformation du modèle des ventes et l'intégration de sociétés nouvelles), la marge d'EBITDA devrait progressivement s'améliorer, grâce à une meilleure absorption des frais généraux et la mise au standard du groupe des sociétés acquises, pour atteindre 11,6% du chiffre d'affaires en 2028.

Les dotations aux amortissements sont cohérentes avec les investissements passés et la stabilisation des investissements, en valeur, sur le plan.

Le taux d'imposition retenu sur la durée du plan est de 25,8%, en ligne avec le mix géographique de l'activité.

4.4.1.2 Analyse du plan d'affaires - éléments de bilan

Les investissements correspondent principalement aux frais de recherche et développement capitalisés. Les autres investissements concernent le déploiement de l'ERP, le système de gestion RH, le plan de transformation et le matériel informatique. De l'ordre de 4% du chiffre d'affaires en 2023, ils devraient diminuer pour atteindre 2,8% en fin de plan, avec une enveloppe qui tend à se stabiliser en valeur, au niveau normatif nécessaire pour adapter et développer en permanence les solutions offertes.

Après retraitement des créances financées par affacturage, le besoin en fonds de roulement (BFR) qui s'établit à environ 7% du chiffre d'affaires en 2023 est prévu en augmentation sur la période explicite du plan pour atteindre un niveau de 9,7% du chiffre d'affaires en fin de plan.

4.4.2 Evaluation de la Société

Flux normatif

Compte tenu de la croissance encore soutenue du chiffre d'affaires en fin de période explicite du plan, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur deux ans supplémentaires, jusqu'en 2030, afin de faire atterrir la croissance à un niveau normatif et d'augmenter la marge d'EBITDA jusqu'au niveau de 12%, jugé normatif par le management et en ligne avec le secteur²² (retraité des effets de la norme IFRS 16 sur les locations).

Le flux normatif a été construit à horizon 2030 sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 2% et d'une marge d'EBITDA de 12%, égale à la dernière année explicite du plan. Avec un niveau de Capex réduit à 2,6% du chiffre d'affaires, la marge d'EBIT s'établirait à 9,4%, également en ligne avec le secteur à horizon 2026 (cf. paragraphe 4.4.1 ci-après).

Les amortissements sont égaux aux investissements, représentant 2,6% du chiffre d'affaires.

Nous avons maintenu un BFR en pourcentage de chiffre d'affaires au niveau de la dernière année explicite du plan.

Le taux d'imposition s'établit à 25,8% en ligne avec le taux d'imposition moyen retenu sur la durée du plan, et représentant le mix géographique de l'activité.

Croissance à l'infini

La croissance à l'infini a été estimée à 2%, en ligne avec les taux cible de la banque centrale européenne en matière d'inflation (l'essentiel de l'activité étant réalisée en France et dans les pays limitrophes).

Taux d'actualisation

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 1er juin 2024, avec un pas prenant en compte la saisonnalité de l'activité²³.

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 10,93% déterminé sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 3,14% fondé sur le rendement des obligations d'Etat françaises²⁴ à 10 ans, à fin mai 2024 ;

²² Cf. paragraphe 4.5.1 ci-après, l'échantillon de sociétés cotées comparables.

²³ Si le chiffre d'affaires est réalisé à 45% au premier semestre et à 55% au second semestre, la saisonnalité de l'EBITDA et des flux est plus marquée, les charges étant assez linéaires sur l'année ; nous avons ainsi retenu une répartition 1/3 sur S1 et 2/3 sur S2, cohérente avec la saisonnalité de l'EBITDA.

²⁴ L'écart par rapport à la France des primes CDS des différents pays dans lesquels la Société opère est négligeable.

- Une prime de risque de 5,09% observée sur le SBF 120 à fin mai 2024 (source : Fairness Finance 31 mai 2024) ;
- Un bêta désendetté de 1, sur la base de notre échantillon de sociétés comparables ;
- Une prime de taille de 3,05% (source : Kroll), pour les capitalisations de l'ordre de 500 M€²⁵ ;
- Un levier financier cible de 10% en ligne avec le levier constaté sur les sociétés comparables, et un coût de la dette après impôt de 3,7 % (coût marginal de la dette Visiativ en 2023).

Résultat de nos travaux

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 263,5 M€.

Après prise en compte de la dette financière nette, la valeur des fonds propres de Visiativ ressort à 154,9 M€, soit une valeur par action de 33,31 euros.

Nous présentons ci-après les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,5 point de taux de croissance ou de taux d'actualisation
- +/- 0,5 point de marge opérationnelle terminale ou de taux d'actualisation

Les sensibilités de la valeur d'entreprise à ces différents paramètres sont les suivantes (en millions d'euros) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Wacc	9,93%	275	287	300	315	332
	10,43%	259	269	281	294	308
	10,93%	244	253	263	275	287
	11,43%	231	239	248	258	269
	11,93%	219	227	234	243	253

		Marge d'EBITDA				
		11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Wacc	9,93%	275	288	300	313	325
	10,43%	258	269	281	292	303
	10,93%	242	253	263	274	284
	11,43%	229	238	248	258	268
	11,93%	216	225	234	243	252

²⁵ Prime légèrement plus faible que le différentiel entre la prime constatée sur les sociétés de l'échantillon (capitalisation moyenne de 1,6 milliards d'euros - 6ème décile) et la prime constatée sur des sociétés de taille équivalente à celle de Visiativ (10ème décile), écart qui s'établit à 3,67%.

Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Wacc	9,93%	35,80	38,33	41,19	44,43	48,14
	10,43%	32,32	34,53	37,01	39,80	42,96
	10,93%	29,20	31,15	33,31	35,72	38,45
	11,43%	26,39	28,11	30,00	32,11	34,47
	11,93%	23,84	25,36	27,04	28,89	30,95

		Marge d'EBITDA				
		11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Wacc	9,93%	35,86	38,52	41,19	43,86	46,52
	10,43%	32,11	34,56	37,01	39,46	41,91
	10,93%	28,79	31,05	33,31	35,56	37,82
	11,43%	25,83	27,92	30,00	32,09	34,18
	11,93%	23,16	25,10	27,04	28,98	30,92

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Visiativ ressort dans une fourchette de 30 € à 37 €, avec une valeur centrale à 33,3 € par action. Nous notons la grande sensibilité de la valeur par action aux différentes hypothèses, en raison du poids de l'endettement financier net dans la valeur des fonds propres.

Le prix proposé de 37 € fait ressortir par rapport aux valeurs résultant de l'analyse des flux futurs actualisés, des primes de 23,3 % en fourchette basse et 0 % en fourchette haute.

4.5 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Il n'existe pas de société cotée réellement comparable à Visiativ en termes de mix d'activité et de taille. Nous avons sélectionné un échantillon de sociétés présentes en Europe à la fois sur les activités d'intégration de logiciels et de conseils. Nous n'avons pas retenu les sociétés de pur conseil (telles que Wavestone, Alten ou Adesso) ou les sociétés principalement éditrices de logiciel (comme Mensch und Maschine), qui ne sont pas comparables ni par la taille ni par l'activité à Visiativ.

Compte tenu de l'absence de société réellement comparable, cette méthode est utilisée à titre secondaire.

4.5.1 Echantillons de sociétés comparables

L'échantillon de sociétés sélectionnées est le suivant :

- **CENIT Aktiengesellschaft** est une société allemande de conseil en informatique et intégration de logiciels pour les industries manufacturières et les services financiers. Elle opère dans le cadre de la gestion numérique du cycle de vie des produits, intègre notamment des solutions Dassault Systèmes et SAP. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 185 M€ lors de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière au 24 mai 2024 s'élève à 102 M€.
- **Sword Group SE** est une société luxembourgeoise qui propose des services informatiques et de transformation numérique. L'entreprise propose des services d'intégration et de développement d'applications, de gestion d'infrastructures, de maintenance d'applications pour compte de tiers. Elle propose des produits comme Sword Phusion (gestion des données d'ingénierie), Sword Tell (logiciel de CAO pour les fabricants de montres, Sword Venue pour aider à planifier des événements et Sword Aequos qui permet de visualiser et rechercher des données. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 288 M€ au cours de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière au 24 mai 2024 s'élève à 362 M€.
- **Sopra Steria Group SA** fournit des services de conseil en informatique, de transformation numérique et de développement de logiciels. Elle propose notamment des services technologiques dans le domaine de l'intelligence artificielle, de la blockchain, du cloud, des données, de l'internet des objets, de l'automatisation des processus et de l'intégration de systèmes comprenant la modernisation des applications et la gestion du cycle de vie des produits ainsi que des services de gestion d'infrastructures. Elle fournit également des solutions de gestion immobilière, des solutions bancaires telles que des logiciels et de l'intégration de systèmes. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 5 805 M€ lors de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière s'élève au 24 mai 2024 à 4 478 M€.
- **Solid World** est une société italienne qui fournit une gamme de produits logiciels, de scanners et d'imprimantes 3D qui facilitent la conception, le prototypage et la production de produits industriels. L'entreprise propose des logiciels tiers tels que SolidWorks et Dassault Systèmes ainsi qu'INTEGR@ un logiciel propriétaire. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 61 M€ lors de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière au 24 mai 2024 s'élève à 54 M€.

- **DataGroup SE** est une société allemande qui propose l'intégration de logiciels SAP, des services de cloud privé et géré de cloud public et de gestion d'applications. Elle propose également des services de conseil en informatique, d'automatisation des processus robotiques, des solutions sectorielles et des solutions mobiles et applicatives. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 496 M€ au cours de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière s'élève au 24 mai 2024 à 420 M€.
- **Bechtle AG** est une société allemande qui opère à travers deux segments, IT System House A Managed Services et IT E-Commerce. Le premier segment propose des conseils en stratégie informatique, du matériel, des logiciels, la planification et la mise en œuvre de projets, l'intégration de systèmes et des services de formation. Le second segment fournit des produits matériels et logiciels, ainsi que des périphériques et accessoires par l'intermédiaire d'une plateforme en ligne. La société propose aussi des services de conception, de développement et de mise en œuvre de logiciels, des applications de CAO/FAO, de gestion de la relation client, de la planification des ressources de l'entreprise et de la gestion du cycle de vie des produits. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 6 423 M€ lors de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière s'élève au 24 mai 2024 à 5 970 M€.
- **All for One Group SE** est une société allemande qui fournit des solutions logicielles pour SAP, Microsoft et IBM. La société propose des solutions logicielles de planification des ressources de l'entreprise, l'internet des objets, l'intelligence artificielle et les solutions de cybersécurité et de conformité. Elle vend également des licences de logiciels et fournit des services informatiques, tels que des contrats de cloud, des services d'externalisation et de gestion, de la maintenance de logiciels, des projets de mise en œuvre et d'optimisation de logiciels, des conseils en gestion et en technologie, et des services de formation. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 488 M€ lors de son dernier exercice clos. Sa capitalisation boursière s'élève au 24 mai 2024 à 285 M€.

Les principales caractéristiques de ces sociétés en termes de marge d'EBITDA et d'EBIT sont les suivantes :

Sociétés	EBITDA /CA			EBIT/CA		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
CENIT Aktiengesellschaft	9,7%	10,6%	11,4%	5,9%	7,0%	7,9%
Sword Group S.E.	11,6%	11,8%	11,6%	8,9%	9,2%	9,2%
Sopra Steria Group SA	12,2%	12,7%	13,0%	9,4%	9,8%	10,4%
Solid World Group S.p.A.	8,7%	10,3%	11,9%	5,0%	6,2%	6,4%
DATAGROUP SE	15,4%	15,7%	na	8,6%	9,2%	9,6%
Bechtle AG	7,9%	7,9%	7,8%	6,0%	6,1%	6,1%
All for One Group SE	11,4%	11,9%	na	6,0%	6,8%	na
Moyenne	11,0%	11,5%	11,1%	7,1%	7,7%	8,3%
Mediane	11,4%	11,8%	11,6%	6,0%	7,0%	8,6%

Source : Capital IQ

4.5.2 Agrégats utilisés et multiples obtenus

Compte tenu des différences probables dans les politiques de capitalisation des frais de R&D selon les activités, et en raison des difficultés à retraiter l'effet de la norme IFRS 16 sur les locations (la Société utilise le référentiel comptable français), l'EBIT est l'agrégat le plus pertinent pour évaluer la Société.

Les multiples obtenus sur la base de la capitalisation boursière moyenne 1 mois au 14 juin 2024 (après recalendarisation si nécessaire) sont les suivants :

Sociétés	Devises	Capitalisation 1 mois	VE 1 mois	VE/EBIT pré IFRS 16		
				31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
CENIT Aktiengesellschaft	EUR	103	108	9,3x	7,6x	6,3x
Sword Group S.E.	EUR	354	327	11,6x	9,8x	8,6x
Sopra Steria Group SA	EUR	4 409	5 334	9,2x	8,4x	7,6x
Solid World Group S.p.A.	EUR	52	68	19,2x	13,8x	11,3x
DATAGROUP SE	EUR	417	533	12,0x	10,6x	9,5x
Bechtle AG	EUR	5 807	5 839	14,4x	13,2x	12,1x
All for One Group SE	EUR	290	325	10,7x	8,8x	na
Moyenne				12,3x	10,3x	9,2x
Mediane				11,6x	9,8x	9,1x

En raison de la forte hausse de l'EBIT prévue par la Société en 2025, par rapport à une année 2024 encore impactée par la transformation du modèle de vente et l'intégration de sociétés non relatives, et compte tenu de la hausse plus modérée par la suite, nous avons considéré les niveaux 2025 et 2026 plus normatifs que celui de 2024.

Nous avons ainsi retenu les agrégats prévisionnels 2025 et 2026 et les multiples moyens. Sur cette base, la fourchette de valeurs obtenue est la suivante :

Multiples d'EBIT	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
EBIT	17,7	23,5	26,7
Multiples moyens	12,3x	10,3x	9,2x
Valeur d'entreprise	218,6	242,3	246,5
Passage EV EQ		-108,6	
Valeur des fonds propres	110,0	133,7	137,9
Nombre d'actions(m)		4,7	
Valeur par action	23,6	28,7	29,6

La valeur par action est comprise entre 28,7 € et 29,6 €. Le prix d'Offre fait ressortir une prime comprise entre 24,8% et 28,7% sur ces valeurs. L'utilisation des multiples médians aboutirait à une valeur par action plus faible, comprise entre 26,1 € et 28,6 €.

5. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information

La banque CIC (ci-après « la banque présentatrice ») a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés de la banque et de ses équipes en charge de la rédaction des éléments d'appréciation des termes de l'Offre.

5.1 Analyse des méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les méthodes suivantes :

- l'actif net comptable
- l'actif net réévalué
- la somme des parties
- l'actualisation des dividendes futurs

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les méthodes écartées.

Elle a retenu à titre indicatif, les comparables boursiers (que nous retenons à titre secondaire), les transactions comparables (que nous ne retenons pas, mais indiquons à titre informatif) et la référence aux cours cibles des analystes (que nous citons dans l'analyse du cours de bourse).

5.2 Analyse des méthodes retenues

La banque présentatrice a retenu trois méthodes d'évaluation à titre principal : la référence aux opérations préalables à l'Offre, le cours de bourse de la Société et le DCF.

C'est également l'approche que nous avons retenue, hormis le fait que nous retenons également la méthode des comparables boursiers, à titre secondaire.

Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 4 651 582 actions. Nous avons retenu le même nombre d'actions.

Passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

La banque présentatrice a retenu un passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de 108,3 M€ (dette nette), proche de notre propre passage de 108,6 M€, les quelques écarts méthodologiques dans nos travaux se compensant.

Analyse du cours de bourse

Nous n'avons pas de divergence d'analyse sur le cours de bourse de la Société.

La banque présentatrice retient le cours spot et les moyennes de cours sur des périodes allant de 20 à 180 jours. Nous retenons le spot et des moyennes sur des périodes plus courtes de 20 à 60 jours.

Analyse des flux futurs actualisés (DCF)

La banque présentatrice a, comme nous-même, utilisé le plan d'affaires préparé par la Société et approuvé par son conseil d'administration, sans retraitement, et a établi sa propre extrapolation afin de faire atterrir la croissance à un niveau normatif (jusqu'en 2031 pour la banque présentatrice et jusqu'en 2030 dans nos travaux).

Elle a maintenu sur la durée de son extrapolation une marge d'EBITDA jugée normative de 11,6%, en ligne avec la dernière année du plan, alors que nous l'avons augmentée sur la durée de notre extrapolation, jusqu'au niveau de 12%, jugé normatif par le management.

Elle a retenu un taux d'actualisation de 10,83% et un taux de croissance à l'infini de 2%. Nous avons retenu le même taux de croissance à l'infini et un taux d'actualisation légèrement plus élevé, à 10,93%. L'écart de taux d'actualisation est dû à une différence dans le coefficient beta (déterminé sur un échantillon de sociétés comparables différent) et des différences de sources pour les taux de rendement de marché (Kroll pour la banque sur la base d'une moyenne 3 mois, Fairness Finance dans nos travaux sur la base des derniers taux spot publiés).

La banque présentatrice aboutit à une valeur centrale de 30,39 euros par action. L'écart avec notre valeur centrale de 33,31 euros est expliqué par les écarts mentionnés ci-dessus ainsi que par une différence méthodologique d'actualisation (en fin d'année pour la banque, aux 2/3 de l'année dans nos travaux pour prendre en compte la saisonnalité).

Analyse des comparables boursiers (à titre indicatif pour la banque et secondaire dans nos travaux)

En ce qui concerne les comparables boursiers, nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables différent de celui de la banque présentatrice. La banque présentatrice a constitué un échantillon plus large de sociétés intégrant des sociétés de conseil telles que Wavestone, Alten ou Adesso ainsi qu'une société d'édition de logiciel Mensch und Maschine. Ces sociétés ne nous semblent pas comparables ni par la taille ni par l'activité à Visiativ. Il convient d'observer que les marges d'EBIT de Mensch und Maschine et de Wavestone sont très supérieures à celle de Visiativ (respectivement 14,9% et 13,8% en 2023). Nous avons en revanche retenu les sociétés Datagroup SE et All for One, que la banque n'a pas retenues dans son échantillon. Ces deux sociétés proposent des services d'intégration notamment pour les logiciels SAP. C'est en cette qualité d'intégrateur que nous les avons retenues.

Le multiple médian ressortant de l'échantillon, et retenu par la banque présentatrice pour 2024 (12,6x), est légèrement supérieur au multiple moyen de notre échantillon (12,3x). Pour l'année 2025, le multiple retenu par la banque conseil est inférieur (9,7x pour la banque conseil, 10,3x pour notre échantillon).

La banque retient les années 2024 et 2025 alors que nous retenons les années 2025 et 2026, jugeant que l'année 2024 ne permet pas encore d'atteindre un niveau de marge normative.

La banque conclut à une fourchette de valeurs fondée sur les multiples médians, comprise entre 24,5 € et 25,8 € (25,1 € en moyenne). Notre fourchette de valeurs se fonde sur les multiples moyens (plus favorables) et ressort entre 28,7 € et 29,6 € par action. Les valeurs que nous retenons sont légèrement supérieures aux valeurs obtenues par la banque conseil, en raison de l'application de multiples 2025 et 2026.

Analyse des transactions comparables (à titre indicatif pour la banque et non retenu dans nos travaux, simple information)

La banque présentatrice a retenu un échantillon de transactions plus large que le nôtre, incluant des transactions antérieures à deux ans. Nous n'avons retenu que les transactions réalisées au cours des vingt-quatre derniers mois.

Nous ne retenons pas cette méthode et ne la mentionnons qu'à titre d'information, les transactions concernant principalement des ESN.

Le multiple médian ressortant de l'échantillon plus large de la banque présentatrice s'établit à 13,7x, inférieur au multiple médian de 14,3x que nous retenons (multiple moyen à 14,2x). La banque obtient une valeur de 28,1 € par action. Nous indiquons pour information une valeur fondée sur la médiane à 30,3 €.

6. Réponse aux courriers reçus d'actionnaires

Nous n'avons pas reçu de courrier ou de demande d'actionnaire minoritaire.

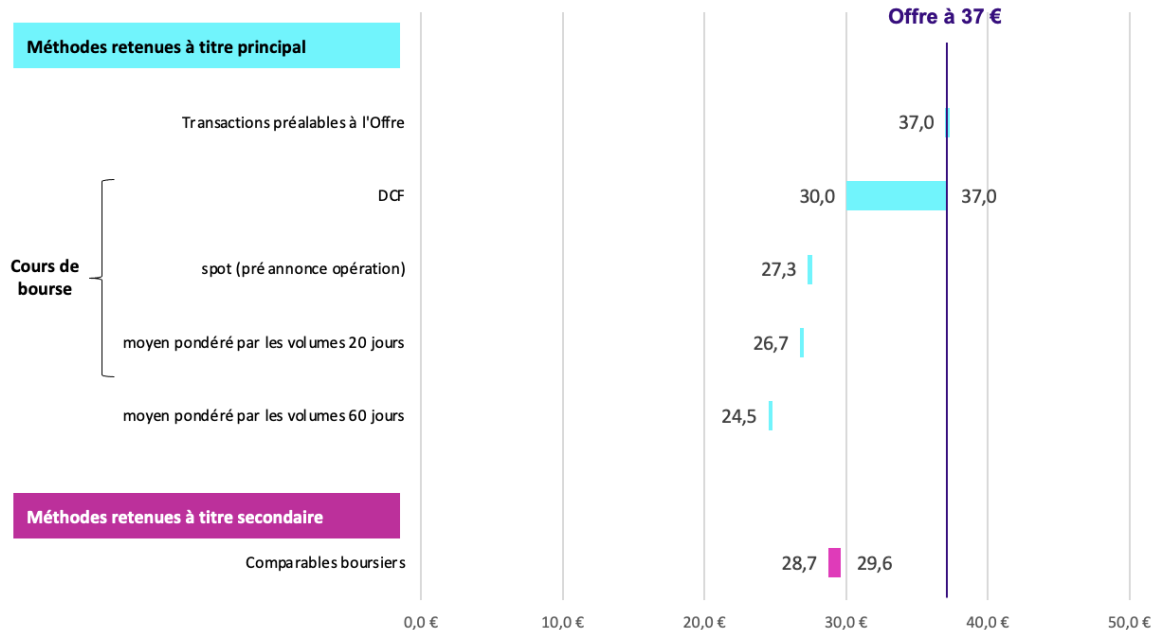
7. Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

7.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 37 euros par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :

Méthodes	Références	Valorisation en € expert indépendant		Prime / (décote) sur le prix d'Offre 37 €)		Etablissement présentateur		Prime / (décote) sur le prix d'Offre 37 €)	
Méthodes retenues à titre principal	Transactions préalables à l'Offre	37,0 €		0,0%		37,0 €		0,0%	
	DCF	30,0 €	37,0 €	23,3%	0,0%	27,8 €	33,1 €	32,9%	11,7%
	Cours de bourse								
	spot (pré annonce opération)	27,3 €		35,5%		27,3 €		35,5%	
	moyen pondéré par les volumes 20 jours	26,7 €		38,5%					
	moyen pondéré par les volumes 30 jours					26,3 €		40,5%	
	moyen pondéré par les volumes 60 jours	24,5 €		51,0%		24,5 €		51,0%	
A titre secondaire	Comparables boursiers	28,7 €	29,6 €	28,7%	24,8%	25,1 €		47,2%	
	Transactions comparables (non retenu dans nos travaux)	30,3 €		22,2%		28,1 €		31,8%	
	Objectif de cours des analystes financiers	26,0 €	35,0 €	42,3%	5,7%	26,0 €	35,0 €	42,3%	5,7%

Synthèse des valeurs de Visiati



7.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Le Conseil d'administration de la Société nous a désignés en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, et en particulier des alinéas 261-1 I 1° (la Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, I du Code de commerce, par Alliativ avant le lancement de l'Offre), 261-1 I 2° (les dirigeants de Visiativ ayant conclu un accord avec l'Initiateur, susceptible d'affecter leur indépendance), 261-1 I 4° (des accords connexes à l'Offre étant prévus) et 261-1 II (un retrait obligatoire étant envisagé).

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité du prix de 37 euros offert par l'Initiateur aux actionnaires de la Société, au regard d'une analyse de la valeur de l'action de cette dernière et à étudier les accords connexes de manière à s'assurer qu'ils ne remettent pas en cause l'équité des conditions de l'Offre.

Nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix de 37 euros proposé par action :

- est, par transparence, le même que le prix payé par Groupe SNEF pour la prise de contrôle d'Alliativ, actionnaire de référence de la Société, et que le prix payé par Alliativ pour l'acquisition hors marché d'actions Visiativ représentant 5,43% de capital de la Société. Nous relevons que l'un des fondateurs de la Société qui détenait (avec sa famille) 32,11% du capital d'Alliativ et 1,37% du capital de Visiativ est quasiment intégralement sorti du groupe Alliativ - Visiativ²⁶ au prix par transparence de 37 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre ;
- offre des primes de 35,5% à 51% sur les cours de bourse récents de la Société (spot et moyennes 20 à 60 jours) ;
- fait ressortir des primes de 0% à 23,3% sur les valeurs ressortant de notre analyse DCF, sur la base d'un plan d'affaires 2024-2028 établi par le management, prenant en compte une croissance moyenne annualisée de 7,4% et une marge opérationnelle de l'ordre de 11,6% en fin de plan (et de 12% en flux terminal) ;
- offre des primes de 24,8% à 28,7% sur les valeurs ressortant de l'application, à titre secondaire, de multiples de sociétés cotées du secteur.

Nous avons également analysé les accords connexes à l'Offre qui n'appellent pas de remarque particulière en ce qu'ils ne contiennent aucune clause pouvant s'apparenter à un mécanisme de prix garanti ou de complément de prix, ni de clause susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires minoritaires.

²⁶ Monsieur Donzel et sa famille conservent (via Visiateam) 0,6% du capital d'Alliativ, et 0,2% du capital de Visiativ qu'ils envisagent d'apporter à l'Offre. La participation de Laurent Fiard dans Alliativ (par l'intermédiaire de 3LFI) est passée de 41,2% à 20% (y compris via Visiateam). Laurent Fiard et sa famille conservent également 0,29% du capital de Visiativ qu'ils envisagent d'apporter à l'Offre.

Enfin, Groupe SNEF qui a pris le contrôle du groupe Alliativ - Visiativ nous a indiqué qu'il n'anticipait pas la réalisation de synergies de coûts significatives²⁷, Visiativ ayant vocation à conserver ses structures de gouvernance actuelles et un certain niveau d'autonomie dans sa gestion. Des synergies commerciales sont potentiellement envisageables entre Groupe SNEF et la Société mais n'ont pas été chiffrées.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 37 euros par action proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre est équitable d'un point de vue financier, y compris dans la perspective du retrait obligatoire envisagé si les conditions en sont réunies.

Paris, le 17 juin 2024



Sonia Bonnet-Bernard

²⁷ Autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, que nous avons chiffrées à environ 0,3 euro par action, sur la base des informations communiquées par la Société.

Annexe 1 - Lettre de mission de la Société

A2EF

A l'attention de :
Madame **Sonia Bonnet-Bernard**
88, avenue des Ternes, 75017 Paris

Le 15 mars 2024,

Madame,

Visiativ S.A. (la « **Société** ») a pris connaissance du projet de cession à Groupe Snef de la majorité des actions d'Alliativ SAS (actionnaire de contrôle de la Société) par ses actionnaires (la « **Cession** ») et, dans l'hypothèse où cette Cession serait réalisée, de l'obligation pour Alliativ SAS de déposer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers un projet d'offre publique d'achat (l'« **Offre** ») visant la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») qu'Alliativ SAS ne détiendrait pas à l'issue de la Cession, au prix de 37,00 euros par Action (coupon attaché).

L'Offre serait suivie, si les conditions légales et réglementaires sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire de toutes les Actions que la Société ne détiendrait pas à l'issue de l'Offre.

Dans ce cadre, le Conseil d'administration de la Société, sur proposition du Comité *ad hoc* de la Société préalablement constitué par le Conseil d'administration de la Société le 7 février 2024 conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), vous a désignée en qualité d'expert indépendant, ce jour, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1^o, 2^o et 4^o et II du règlement général de l'AMF et conformément à l'instruction AMF n°2006-08 et à la recommandation AMF n°2006-15.

Cadre réglementaire de la mission

Votre intervention est requise au titre de l'article 261-1, I, 1^o, 2^o et 4^o et II⁴ du règlement général de l'AMF.

¹ La Société étant déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3, I du Code de commerce, par Alliativ SAS avant le lancement de l'Offre.

² M. Laurent Fiard étant à la fois président-directeur général de la Société, l'actionnaire contrôlant de Financière 3L qui cède l'intégralité de ses actions d'Alliativ SAS à Groupe Snef et l'actionnaire contrôlant de 3LFI qui demeure investie dans Alliativ SAS et qui conclura un pacte d'associés avec Groupe Snef.

³ Il est prévu la conclusion (i) d'un contrat de cession d'actions d'Alliativ SAS entre la majorité de ses actionnaires et Groupe Snef, (ii) d'un contrat de cession d'actions de la Société entre certains de ses actionnaires membres d'un pacte de concert et Alliativ SAS, (iii) d'un pacte d'associés entre Groupe Snef et les actionnaires d'Alliativ SAS qui réinvestissent ou qui ne cèdent pas leurs actions Alliativ SAS, (iv) de contrats de liquidité entre Alliativ SAS et certains actionnaires de la Société propriétaires d'actions gratuites indisponibles, et (v) d'un traité d'apport d'actions d'Alliativ SAS entre certains de ses actionnaires et un véhicule de co-investissement à constituer.

⁴ Dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions AMF n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante a pour objectif de permettre au Conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre ainsi que le caractère équitable de la contrepartie offerte dans le cadre du retrait obligatoire afin de rendre son avis motivé.

Il a été convenu que vous effectuerez les diligences que vous estimerez nécessaires à la conduite de votre mission, lesquelles diligences comporteront, notamment et à titre non exhaustif, les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du Comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur, l'établissement présentateur de l'Offre, les représentants de la Direction des émetteurs et de la Direction des offres publiques au sein de l'AMF et, le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société ;
- la participation aux réunions du Comité *ad hoc* et du Conseil d'administration sur invitation de leur Président ;
- l'analyse des comptes et du plan d'affaires (et autres éléments prévisionnels le cas échéant) de la Société ;
- l'analyse critique des hypothèses retenues dans le cadre de la valorisation de la Société ;
- une évaluation des Actions reposant sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ;
- l'analyse des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- les éventuels échanges avec des actionnaires et l'AMF ;
- l'évaluation du caractère équitable de la contrepartie offerte dans le cadre du retrait obligatoire ; et
- la rédaction de votre rapport conformément aux termes de la réglementation.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission, laquelle s'effectuera dans le respect de vos obligations déontologiques de confidentialité.

Calendrier

Selon le communiqué de presse publié par la Société le 9 février 2024, il est envisagé que l'Offre soit clôturée au cours du second semestre 2024.

Il est rappelé en tout état de cause que l'article 262-1, II du règlement général de l'AMF prévoit qu'à compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Conflits d'intérêts

Nous comprenons que le cabinet A2EF et son représentant Madame Sonia Bonnet-Bernard sont indépendants de la Société, de ses actionnaires et de l'initiateur. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec ces derniers et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêts visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08.

Budget

Nous comprenons que vous estimez le montant de vos honoraires dans une fourchette de 90.000 € HT à 100.000 € HT (hors frais et débours), correspondant à un volume horaire compris entre 300 et 400 heures. Ce montant est indépendant de l'issue de l'Offre.

Vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, Madame, en l'expression de nos salutations distinguées,

DocuSigned by:

8A4F7FBB1FD341A...

Visiativ S.A

Par : Laurent Fiard

Annexe 2 - Présentation de la société A2EF et de l'équipe

Associés en Evaluation et Expertise Financière (A2EF) est une SAS inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables, région Paris Ile de France, fondée par Sonia Bonnet-Bernard le 1^{er} mai 2020. Son activité est centrée sur l'évaluation et l'expertise financière.

Les services

- Attestation d'équité : expertise indépendante dans le contexte d'offres publiques réglementées par l'AMF
- Expertise financière dans le contexte d'opérations nécessitant une appréciation de l'équité entre les différentes parties prenantes (conflit d'intérêts et/ou transactions complexes impliquant des accords connexes, opérations structurantes peu lisibles pour le marché)
- Evaluation financière : titres de société, actifs incorporels, instruments financiers complexes
- Evaluation de sociétés ou d'actifs dans un cadre comptable (IFRS 3, IAS 36) ou fiscal
- Assistance à la résolution de pré-contentieux ou contentieux : évaluation de préjudice, appréciation d'une garantie de passif, détermination d'earn out
- Commissariat aux apports, fusion

Depuis sa création, A2EF est intervenu en qualité d'expert indépendant sur les opérations suivantes :

Date	Cible	Activité	Acquéreur	Banque présentatrice	Type d'opération
juil-20	Mediawan	Audiovisuel	BidCo Breteuil	Société Générale	OPA
nov-20	Anevia	Infrastruc diffusion video	Ateme	Lazard	OPMS / OPAS
avr-21	Filae	Site généalogie	Trudaine Participations	Invest Securities	OPA
mai-21	Financière Agache	Holding LVMH	Agache Participations	CACIB	OPR-RO
juin-21	IDSUD	Holding voyage et énergie	IDSUD	Hottinguer	OPRA
juil-21	Nhoa (Engie EPS)	Stockage d'énergie	Taiwan Cement Corporation	Société Générale	OPAS
sept-21	Filae	Site généalogie	Treehouse Junior Limited	Delubac & Cie	OPAS - RO (prolongement mission)
mai-22	1000mercis	Marketing digital	Positive Ympact	Alantra et Portzamparc	OPAS
avr-23	Bolloré SE	Holding	Bolloré SE	Natixis	OPAS sur ses propres titres
nov-23	Technicolor Creative Studios	Effets visuels	Concert d'actionnaires	Lazard	OPAS - RO
janv-24	SII	Secteur numérique	SII Goes On	Degroof Petercam / CIC / Portzamparc	OPAS

L'équipe

A2EF compte quatre associés dont deux actifs au sein de la société : Sonia Bonnet-Bernard et Gilles Vantelon. A2EF bénéficie de l'appui d'un réseau de partenaires privilégiés composé de professionnels indépendants réputés ayant une expérience significative en évaluation et en expertise financière et une grande proximité de vues avec les associés d'A2EF en raison de leur passé commun de plus de 10 ans chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance puis chez EY, et/ou de leur collaboration au sein de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) : Alban Eyssette, Jean-Michel Moinade, Frédéric Passedoit. La qualité des opinions d'A2EF est renforcée par la mise en œuvre systématique d'un contrôle qualité rigoureux, avec l'intervention possible de partenaires externes de grande réputation, Joëlle Lasry ou Pierre Astolfi.

A2EF est membre de l'APEI, association professionnelle reconnue par l'AMF, et Sonia Bonnet-Bernard en est vice-présidente. Les associés et partenaires d'A2EF respectent un code de déontologie fondé sur celui de l'APEI.

Les associés :

Sonia Bonnet-Bernard a débuté sa carrière au sein de cabinets d'audit à Paris, puis à New York. Spécialiste des normes comptables internationales, elle fut ensuite successivement Directrice des relations internationales de l'Ordre des Experts-Comptables, puis Déléguée Générale du Comité Arnaud Bertrand (devenu Département EIP de la CNCC), coordonnant les positions des grands cabinets d'audit au plan français. Sonia a rejoint en 1998 Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'associée gérante en charge notamment des missions d'expertise indépendante, d'évaluation, de conseil comptable et de support au contentieux. Sonia est devenue associée d'EY au sein du département Conseil à la transaction, suite au rapprochement intervenu en 2015 entre Ricol Lasteyrie Corporate Finance et le groupe EY. Elle a quitté EY en 2020 pour créer A2EF. Sonia est diplômée de l'université Paris IX Dauphine en sciences et techniques comptables et financières. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris, administratrice de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) et vice-présidente de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle est administratrice et présidente des comités d'audit de Crédit Agricole SA et de CACIB. Elle est également administratrice de Rémy Cointreau.

Gilles Vantelon a commencé sa carrière par 4 ans de conseil en restructuration, il a rejoint Ricol Lasteyrie en 1998 en qualité de manager, en charge notamment de missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Devenu associé en 2008, Gilles est intervenu sur tous types de missions notamment sur de nombreuses attestations d'équité dans un cadre réglementé par l'AMF. Avec l'acquisition de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, Gilles a rejoint EY et travaillé trois ans au sein de l'équipe Valuation Modeling & Economics. En 2019, Gilles a créé sa propre structure Acteval Finance dédiée à l'évaluation financière. Il collabore aussi avec la société Ricol Lasteyrie Conseil dans le cadre de missions d'évaluation. Gilles est diplômé de l'université Paris IX Dauphine en sciences économiques. Il est expert-comptable et membre de la SFEV.

A2EF bénéficie en outre de l'appui de partenaires de grande compétence et expertise :

Alban Eyssette (n'est pas intervenu sur le dossier Visiativ)

Alban cumule plus de 25 ans d'expérience dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste financier, puis directeur de la recherche actions dans différentes maisons (BNP, BNP Equities, CCF, Dexia Securities, Aurel-Leven). Il a rejoint Ricol Lasteyrie en 2008, et en est devenu associé en 2009. Durant les 10 années qu'il y a passé, il s'est spécialisé dans les attestations d'équité. Sensible depuis de nombreuses années aux questions touchant au capital immatériel, il a créé une commission sur ce sujet au sein de la Société Française des Analystes Financiers. Il a également siégé au bureau de l'Observatoire de l'Immatériel de 2015 à 2018. En septembre 2018, il a créé Finance & Sens, sa structure de conseil intervenant sur tout sujet ayant trait à la connexion entre éléments financiers et extra-financiers. Depuis juin 2018, il est également en charge de l'analyse éthique et financière pour Ethiea Gestion. Alban intervient en tant qu'enseignant vacataire à l'ISC. Il est diplômé de Toulouse Business School et du DESS 225 de Paris Dauphine.

Jean-Michel Moinade (n'est pas intervenu sur le dossier Visiativ)

Jean-Michel a toujours travaillé dans la banque, qu'il s'agisse de financement (au Crédit Lyonnais et à la Chemical Bank jusqu'en 1989), de marché (chez Indosuez et CACIB jusqu'en 2007) ou de banque d'affaires (chez Oddo-BHF jusqu'en 2018). Il a créé Edaniom, une structure de conseil, début 2019. Il s'est spécialisé dans les valorisations complexes et le conseil en gestion des risques. Jean-Michel est diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Ponts et Chaussées.

Frédéric Passedoit

Frédéric a plus de 20 ans d'expérience et a travaillé tout au long de sa carrière aux côtés de dirigeants et d'actionnaires pour leur apporter un savoir-faire indispensable à la prise de décision. Il a débuté sa carrière en cabinet d'expertise comptable et commissariat aux comptes avant de rejoindre Ricol Lasteyrie en 2007, intervenant sur tous types de missions (M&A, évaluation, attestation d'équité, ...). Sa carrière l'a amené à acquérir de multiples compétences sur les aspects comptables, financiers, fiscaux, sociaux et juridiques d'une entreprise. Il a créé en février 2018 sa société de conseil financier Raiz'one.

Pour le contrôle qualité, notamment dans le contexte d'offres publiques, A2EF peut faire intervenir **Joëlle Lasry**, présidente de Lasry Finance, ou **Pierre Astolfi**, associé d'Atriom (qui n'est pas intervenu sur le dossier Visiativ).

Avant de fonder Lasry Finance, **Joëlle Lasry** exerçait au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance dont elle est devenue associée en 2010. Joëlle intervient depuis près de 20 ans sur les métiers de l'évaluation financière dans des contextes transactionnels, fiscaux, de restructuration, à des fins comptables ou dans des contextes contentieux en tant qu'expert de partie. Elle est, par ailleurs, intervenue sur de nombreuses expertises indépendantes requises par le règlement général de l'AMF dans le cadre d'offres publiques. Elle est titulaire d'une Maîtrise de Sciences de Gestion de Paris I Sorbonne. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Elle est membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), du Bureau de la Compagnie des Experts et Conseils financiers (CCEF), de la commission Evaluation du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle participe à différents groupes de travail et publications en matière d'évaluation financière. De 2009 à 2012, elle a été membre élue du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables où elle a présidé la Commission des normes professionnelles.

Pierre Astolfi a été associé du cabinet Ricol Lasteyrie, cabinet au sein duquel il a participé pendant 6 ans à de nombreuses offres publiques et à de nombreuses opérations d'apport et de fusion impliquant des sociétés cotées. Il est aujourd'hui associé au sein du Cabinet Atriom, en charge du département Évaluation et modélisations financières, où il intervient régulièrement pour le compte de sociétés cotées. Pierre est également Maître de conférences en comptabilité et finance à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne, en charge notamment de cours d'évaluation financière. Pierre est diplômé de l'Institut Commercial de Nancy, d'une Maîtrise en droit des affaires et d'un Doctorat en Sciences de Gestion. Il est expert-comptable et commissaire aux comptes, spécialisé en évaluation d'entreprises, et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Il est enfin membre actif de la SFAF (Commission comptabilité et analyse financière) et de la SFEV.

Annexe 3

Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés et honoraires

Programme de travail détaillé

Les travaux réalisés au cours de notre mission ont consisté à :

- Acquérir une bonne connaissance de la situation et des perspectives de la Société, ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération :
 - o Prise de connaissance des procès-verbaux des réunions du conseil d'administration et de l'assemblée générale sur la dernière année
 - o Etude des comptes consolidés de la Société
- Etudier les notes d'analyse sur la Société et le secteur
- Analyser les accords connexes à l'Offre (SPA, traité d'apport, accords de cession, accords de liquidité, term sheet de pacte d'actionnaires)
- Mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère
 - o Sélection des méthodes
 - o Analyse du prix offert par Groupe SNEF pour l'acquisition du contrôle d'Alliativ
 - o Analyse du cours de bourse
 - o Etude du plan d'affaires de la Société et mise en œuvre d'une analyse DCF
 - o Etude des sociétés cotées comparables et mise en œuvre d'une évaluation fondée sur les multiples de comparables boursiers
 - o Etude des transactions intervenues récemment dans le secteur et mise en œuvre de la méthode fondée sur l'application de multiples de transactions
- Apprécier les conditions de l'Offre au regard de la valeur de la Société issue des méthodes mises en œuvre
- Examiner l'évaluation établie par la banque présentatrice
- Rédiger le présent rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre

Nos travaux ont comporté les diligences prévues par l'Instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les Recommandations de l'AMF relatives au nouveau régime de l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Une revue qualité a été conduite par un autre partenaire n'ayant pas participé à la mission.

Calendrier de l'étude, documents reçus et personnes rencontrées

La Société a nommé A2EF en qualité d'expert indépendant le 15 mars 2024 sur recommandation de son comité ad hoc (cf. lettre de mission de la Société en annexe 1). Nous avons transmis notre lettre de mission à la même date.

Les travaux se sont déroulés du 3 avril 2024 au 11 juin 2024 :

- **3 avril - 9 avril** : Analyse des documents juridiques et financiers reçus - Réception des projets d'accords connexes
- **19 avril** : Réception du plan d'affaires de la Société
- **19 au 23 avril** : Analyse approfondie des comptes et plan d'affaires
- **23 avril** : Entretien avec les dirigeants sur l'activité et les perspectives
- **26 avril** : Entretien avec les dirigeants sur le plan d'affaires
- **26 avril au 2 mai** : Echanges avec la Société et ses conseils sur le SPA et les projets d'accords connexes
- **6 mai** : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur la méthodologie envisagée
- **7 mai** : Entretien avec la banque présentatrice
- **7 au 15 mai** : Nombreux échanges avec la Société sur le plan d'affaires
- **15 mai** : Echanges avec la banque présentatrice
- **16 mai** : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les travaux d'évaluation
- **21 mai** : Entretien avec les dirigeants sur les accords connexes
- **24 mai** : Entretien avec Groupe SNEF sur les accords et les synergies
- **24 mai** : Réception d'un projet de rapport de la banque présentatrice
- **27 mai** : Echanges avec la banque présentatrice
- **28 mai** : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les valeurs provisoires obtenues et les accords connexes
- **28 au 31 mai** : Nombreux échanges avec la Société sur les accords connexes
- **31 mai** : Réception du rapport de la banque présentatrice
- **3 juin** : Transmission d'un projet de rapport au président de la Société
- **11 juin** : Réunion avec le comité adhoc du conseil sur les résultats de nos travaux
- **12 au 14 juin** : Finalisation du rapport
- **17 juin** : Transmission du rapport définitif au comité adhoc et au conseil de la Société

Principaux documents reçus

- Lettre de mission de la Société
- Eléments juridiques et financiers sur la Société
- Projet de note d'information et de note en réponse
- Rapport de la banque présentatrice
- Notes d'analystes sur la Société

- Accords connexes à l'Offre : Share Purchase Agreement en date du 27 février 2024 et son avenant en date du 6 juin 2024, Contrats de Cessions, Traité d'apport, Pacte d'associés relatif à Alliativ, projet de Contrats de liquidité au titre des actions gratuites dont la période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre
- Comptes consolidés de la Société et détail des comptes
- Plan d'affaires 2024 – 2028

Principaux interlocuteurs**Visiativ, Société :**

Laurent Fiard : Président Directeur Général

Philippe GARCIA : Executive Vice President Finance, Legal & CSR

Conseil juridique des principaux cédants d'Alliativ, d'Alliativ et de Visiativ :

Cabinet Bredin Prat : Florence Haas, Paul Worms

CIC, Banque présentatrice :

Bruno Gaheri : Deputy Head of Equity Capital Market

Marion Gillmann, Paul Lorentz : Analystes

Bases de données et sources financières utilisées

Capital IQ

Fairness Finance

Kroll

Temps passés et honoraires

Sonia Bonnet-Bernard : 120 heures

Gilles Vantelon : 70 heures

Frédéric Passedoit : 230 heures

Peer Review Joëlle Lasry : 20 heures

Soit un total de 440 heures.

Nos honoraires se sont élevés à 100 000 euros hors taxes et hors frais.

Annexe 4

Diligences effectuées par la personne en charge de la revue de la qualité du rapport d'expertise

La revue de la qualité du rapport d'expertise a été réalisée par Joëlle Lasry, expert-comptable et commissaire aux comptes (présidente de Lasry Finance), membre de l'APEI.

Déclaration de Joëlle Lasry :

Conformément à l'article 3 II -12 de l'instruction AMF n°2006-08, les principales diligences que nous avons effectuées sont présentées ci-après.

Nous n'avons pas pris part directement à la réalisation de la Mission et avons effectué nos travaux en toute indépendance d'esprit et sans subir aucune pression de l'Expert ni de l'équipe intervenant sur la Mission.

Nous avons été consultés lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de A2EF et sur notre propre indépendance. Au cours de la mission, nous avons eu accès à toute l'information que nous avons estimée nécessaire (dont le modèle d'évaluation) et avons examiné les points de saisine de l'Expert.

Nous nous sommes assurés que les travaux d'expertise ont été réalisés conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et de la recommandation AMF n°2006-15.

Nous avons procédé à une revue approfondie du rapport d'expertise et à plusieurs entretiens avec l'Expert afin notamment d'apprécier :

- la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre ;
- la cohérence entre le contenu du Rapport et l'opinion exprimée dans l'Attestation d'Équité

Joëlle Lasry



Note : Le temps passé au titre de cette revue indépendante s'élève à environ 20 heures.