



Lagardère Radio SCA

Transformation de la société Lagardère Radio SAS en société en commandite par actions

Addendum au rapport du 9 mars 2023 concernant l'analyse des conditions économiques du transfert de droits réalisé dans le cadre de la transformation

Nous avons été désignés par le Conseil d'Administration du Groupe pour mener une analyse permettant d'apprécier les conditions économiques du transfert de Droits réalisé dans le cadre de la Transformation, au regard (i) des intérêts du Groupe et (ii) de l'équité actionnariale de l'opération. Dans notre rapport en date du 9 mars 2023, nous avons présenté nos conclusions indiquant l'absence d'écart entre la contrepartie financière du transfert des Droits et la valeur de ce transfert, tant pour le Commandité que pour les Commanditaires. Par ailleurs, nous relevons l'absence de références de *pricing* sur des opérations comparables de transformation. Sur ces bases, nous avons conclu dans notre rapport du 9 mars 2023 que les conditions économiques du transfert de Droits réalisé dans le cadre de la Transformation étaient équitables pour le Groupe et qu'elles respectent le principe d'équité entre les actionnaires du Groupe.

Le Conseil d'Administration du groupe Lagardère a souhaité finaliser le projet de transformation et autoriser la conclusion du protocole d'accord (le « Protocole ») au titre du régime légal des conventions réglementées. Dans ce cadre, vous avez souhaité bénéficier d'un avis sur l'éventualité d'une évolution de nos conclusions entre le 9 mars 2023 et le 13 octobre 2023.

Nous avons reçu le projet de Protocole en date du 6 octobre 2023, dont l'évolution depuis le 9 mars 2023 ne porte pas sur les caractéristiques principales de la transformation et n'appelle donc pas d'observations de notre part.

Par ailleurs, nous avons pris connaissance de l'annexe 5 de la lettre d'engagement en date du 13 octobre 2023 présentant le Plan d'Affaires 2023-2027 révisé (le « Plan d'Affaires Révisé »), et nous avons eu un échange avec la direction financière du pôle. Nous observons que le Plan d'Affaires Révisé est proche du Cas Bas. Nous avons également pris connaissance de la trésorerie nette aux 30 avril et 30 juin 2023, permettant d'actualiser nos analyses de la couverture du besoin futur de financement par la trésorerie disponible. Enfin, nous avons retenu le 30 juin 2023 comme date d'évaluation pour l'application de la méthode DCF.

Sur la base de ces éléments, nous confirmons que les conditions économiques du transfert de Droits réalisé dans le cadre de la Transformation sont équitables pour le Groupe et qu'elles respectent le principe d'équité entre les actionnaires du Groupe.

13 octobre 2023



Geoffroy Bizard
Associé
Eight Advisory

Lagardère Radio SCA

Transformation de la société Lagardère Radio SAS en société en commandite par actions

Appréciation des conditions économiques du transfert de Droits au regard des intérêts du groupe Lagardère et de l'équité actionnariale

SOMMAIRE

1. PRESENTATION GENERALE	5
1.1. Contexte	5
1.2. Présentation de la Transformation	5
1.3. Nature de la mission confiée à Eight Advisory	6
1.4. Diligences effectuées	6
2. PRESENTATION DE LA TRANSFORMATION	8
2.1. Principes généraux de la Transformation	8
2.2. Conditions Préalables à la Transformation	9
3. PRESENTATION DU POLE RADIOS ET DE LA SOCIETE	10
3.1. Structure du capital de Lagardère SA	10
3.2. Présentation du Pôle Radios	10
3.3. Structure du capital de la Société	11
3.4. Activités opérationnelles du Pôle Radios	13
3.5. Contribution des différentes activités du Pôle Radios	13
3.6. Perspectives et business plans	14
3.7. Trésorerie du Pôle Radios	14
4. DROITS TRANSFERES	15
4.1. Dispositions générales	15
4.2. Commandité et Gérant	15
4.3. Droits du Commandité et Gérant	16
4.4. Droits des Commanditaires	19
4.5. BSA	21
4.6. Transferts des Titres du Commandité	22
5. CONDITIONS ECONOMIQUES DU TRANSFERT DES DROITS	24
5.1. Droits financiers transférés au Commandité et Gérant	24
5.2. Droits politiques transférés au Commandité et Gérant	26
5.3. Conclusion pour le Commandité et Gérant	26
5.4. Droits financiers transférés par les Commanditaires	27
5.5. Droits politiques transférés par les Commanditaires	27
5.6. Conclusion pour les Commanditaires	30
6. REFERENCES DE PRICING	31
7. CONCLUSION	32

1. PRESENTATION GENERALE

1.1. Contexte

La société Vivendi SE (ci-après « Vivendi ») a annoncé le dépôt le 21 février 2022 d'une Offre Publique d'Achat (l'« OPA » ou l'« Offre ») sur les titres de la société Lagardère SA (« Lagardère », et en ce compris avec ses filiales, le « Groupe »). A la suite de l'Offre clôturée le 9 juin 2022, Vivendi est devenu actionnaire majoritaire de Lagardère (l'« Actionnaire de Contrôle »), détenant à ce titre 81 248 902 actions représentant autant de droits de vote, soit 57,6% du capital et 48,3% des droits de vote théoriques¹ de Lagardère.

La prise de contrôle du Groupe est soumise à des autorisations réglementaires, dont l'une par L'Autorité de Régulation de la Communication Audiovisuelle et Numérique (l'« ARCOM »). Dans l'objectif de remplir les critères requis par l'ARCOM, le Groupe envisage une réorganisation (l'« Opération ») de son pôle radios (le « Pôle Radios »), comportant deux étapes :

- L'apport (l'« Apport ») des filiales de Lagardère Active Broadcast SAM (« LABC »), entité de droit monégasque et holding actuelle du Pôle Radios, à Lagardère Active TV SAS (« LATV »), qui sera renommée Lagardère Radio SAS (la « Société »).
- La forme juridique de la Société sera ensuite transformée (la « Transformation ») pour devenir une société en commandite par actions nommée Lagardère Radio SCA (la « SCA »). La Transformation conduira à placer les sociétés titulaires d'autorisations d'usage de fréquences pour la diffusion de services de radio par voie hertzienne terrestre délivrées en application de l'article 29 de la loi n°86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication, sous le contrôle exclusif d'Arnaud Lagardère au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Dans ce contexte, conformément à l'article 42-3, alinéa 5, de la loi du 30 septembre 1986, une demande d'agrément a été déposée le 29 juillet 2022 auprès de l'ARCOM sur cette modification du contrôle direct et indirect des sociétés titulaires d'autorisations.

1.2. Présentation de la Transformation

La SCA aura les commanditaires, commandité et gérant suivants :

- Les sociétés Lagardère Active SASU (« Lagardère Active »), Lagardère Media SAS (« Lagardère Media ») et Lagardère Media News SASU (« Lagardère Media News ») seront les commanditaires de la SCA (les « Commanditaires »). Le capital des Commanditaires sera intégralement détenu par Lagardère, directement et indirectement.

¹ Sur la base du nombre de droits de vote théoriques au 30 juin 2022, ie avant suspension de droits de vote dans l'attente de l'autorisation de la prise de contrôle par les autorités de la concurrence.

- La société Lagardère Commandité SAS, une entité juridique contrôlée par Monsieur Arnaud Lagardère, sera l'associé commandité de la SCA (le « Commandité ») ; et
- Monsieur Arnaud Lagardère sera le gérant de la SCA (le « Gérant »).

La Transformation s'inscrit dans l'engagement du Conseil d'Administration du Groupe pour le maintien de l'intégrité du Groupe et sa pérennité. Elle vise à confirmer l'autonomie du Pôle Radios et sa continuité managériale, en le plaçant sous le contrôle exclusif d'Arnaud Lagardère au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

1.3. Nature de la mission confiée à Eight Advisory

La Transformation résulte en un transfert par les Commanditaires au Commandité de droits financiers et politiques (les « Droits »). La structuration de la Transformation vise une neutralité financière pour les Commanditaires et le Commandité du transfert des Droits.

Dans ce contexte, le Conseil d'Administration de Lagardère a souhaité bénéficier d'une analyse des conditions économiques de ce transfert, au regard des intérêts du Groupe et de l'équité entre ses actionnaires.

Nous avons été désignés dans le cadre de l'OPA par le Conseil d'Administration de Lagardère en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport en date du 21 mars 2022 présente les travaux menés et nos conclusions, ainsi que la déclaration d'indépendance. A la suite de cette intervention initiale, le Conseil d'Administration nous a désigné pour réaliser l'analyse des conditions économiques du transfert des Droits résultant de la Transformation.

Notre mission (la « Mission ») a donc consisté à mener une analyse permettant d'apprécier les conditions économiques du transfert de Droits, au regard (i) des intérêts du Groupe et (ii) de l'équité entre les actionnaires du Groupe.

1.4. Diligences effectuées

Nos diligences ont consisté à analyser l'écart entre (i) le prix retenu dans le cadre de la Transformation pour le transfert des Droits et (ii) la valeur de ce transfert.

Dans le cadre de notre Mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations juridiques liées à la Transformation (projets de Statuts de la Société et du Commandité en date du 9 décembre 2022, projet de Protocole d'Accord en date du 8 mars 2023), comptables et financières (états financiers, plan d'affaires, travaux d'évaluation menés pour les besoins de l'Apport, présentations de la Transformation préparées par le Groupe, etc).

Nous nous sommes entretenus avec le management du Groupe et les conseils intervenant sur la Transformation, pour appréhender le contexte de la Transformation et les enjeux associés aux Droits. Nous nous sommes également entretenus avec Arnaud Lagardère et Arnaud de Puyfontaine pour échanger sur les enjeux selon leurs perspectives du transfert des Droits.

Nos analyses ont été communiquées au Comité *ad hoc* composé de membres du Conseil d'Administration de Lagardère.

Nos travaux ont compris notamment les étapes suivantes :

- L'analyse de l'Opération, soit la prise de connaissance :
 - o du périmètre juridique du Pôle Radios ;
 - o des étapes de restructuration capitalistique préalables à la Transformation, notamment l'Apport ;
 - o des travaux d'évaluation menés dans le cadre de l'Apport ;
 - o des présentations de la Transformation faites au Conseil d'Administration de Lagardère et à l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») ; et
 - o de l'impact de la Transformation sur la consolidation par le Groupe du Pôle Radios.
- L'analyse des Droits transférés dans le cadre de la Transformation, détaillés notamment dans :
 - o le projet de statuts de Lagardère Radio SCA (les « Statuts ») et du commandité ; et
 - o le projet de protocole d'accord conclu entre le Commandité et les Commanditaires dans le cadre de la Transformation (le « Protocole d'Accord »).
- L'analyse du périmètre des transferts et des autres impacts de la Transformation du point de vue du Commandité ainsi que des Commanditaires, notamment :
 - o l'impact du bon de souscriptions d'actions émis par le Commandité et attribué gratuitement à Lagardère ;
 - o les impacts des promesses d'achat et de vente convenues entre Monsieur Arnaud Lagardère et le Groupe ;
 - o l'impact des Droits sur la rémunération de Monsieur Arnaud Lagardère en tant que Président Directeur Général du Groupe ;
 - o les impacts des risques entraînés par l'absence de réalisation de la Transformation.
- L'appréciation des conditions économiques du transfert des Droits au regard des intérêts du Groupe et de son équité pour ses actionnaires, sur la base de :
 - o l'analyse du prix retenu par les parties pour le transfert des Droits ;
 - o l'analyse de la valeur du transfert des Droits ;
 - o l'analyse de tout écart entre le prix retenu et la valeur du transfert des Droits, du point de vue (i) du Commandité et (ii) des Commanditaires ;
 - o l'analyse de la valeur des autres impacts de la Transformation ;
 - o la comparaison avec les conditions des transformations comparables observées.

2. PRESENTATION DE LA TRANSFORMATION

2.1. Principes généraux de la Transformation

2.1.1. Présentation

La Transformation implique la réalisation des étapes suivantes :

- Le regroupement du Pôle Radios, actuellement détenu par LABC, sous la Société ;
- La cession des actions de la Société aux Commanditaires ;
- La transformation de la Société en société en commandite par actions ;
- Le transfert des droits à radiofréquences d'Europe 1, actuellement détenus par LABC, à Europe 1 Télécompagnie ;
- L'apport en 2023 (l'« Apport Subséquent ») de LABC, qui détiendra encore CERT² et Europe 1 Immobilier³, après approbation de ses comptes 2022.

2.1.2. Autonomie du Pôle Radios

Le principe d'autonomie opérationnelle du Pôle Radios est présenté dans le Protocole d'Accord (Section III) et mentionne notamment que :

- La Société et indirectement le Pôle Radios seront contrôlés par Arnaud Lagardère au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.
- Arnaud Lagardère et les Commanditaires s'engagent à préserver l'autonomie du Pôle Radios vis-à-vis du Groupe, de son Actionnaire de Contrôle, et de leurs dirigeants respectifs.
- Arnaud Lagardère sera seul responsable du contrôle et de la supervision des dirigeants et équipes des sociétés du Pôle Radios et de leur activité.
- Arnaud Lagardère sera, en sa qualité de Gérant, décisionnaire sur la politique éditoriale du Pôle Radios, dans le respect des conventions conclues avec l'ARCOM.
- Le Conseil d'Administration de Lagardère s'interdira de donner directement ou indirectement à Arnaud Lagardère ou à tout dirigeant des sociétés du Pôle Radios toute instruction concernant ce dernier qui viendrait en contradiction avec les règles d'indépendance mentionnées ci-dessus. Le Groupe fera en sorte que ses dirigeants et son Actionnaire de Contrôle respectent ces interdictions. Les administrateurs du Groupe s'engagent individuellement à respecter ces stipulations.
- Les équipes éditoriales du Pôle Radios ne seront pas intégrées à la structure hiérarchique du Groupe et ne rapporteront pas aux équipes de direction de Lagardère.

Il est précisé que la Société et ses filiales seront libres de maintenir ou développer d'éventuelles collaborations avec Lagardère ou son Actionnaire de Contrôle, mais celles-ci devront s'inscrire dans le

² Société allemande titulaire du contrat avec la GEMA.

³ Société titulaire du bail du site de Seine Cévennes.

respect de la politique éditoriale du Pôle Radios et conformément aux engagements pris par le Pôle vis-à-vis de l'ARCOM, et devront être conclues à des conditions normales de marché. Ces collaborations ne pourront en tout état de cause avoir pour conséquence que l'Actionnaire de Contrôle ou une société du Groupe ne vienne à contrôler l'une des sociétés du Pôle Radios ou sa programmation.

De même, l'autonomie visée du Pôle Radios n'exclue pas la mise en œuvre de conventions entre le Pôle Radios et le Groupe, pour autant que celles-ci soient dans l'intérêt légitime des parties concernées, soient conclues à des conditions de marché et n'aient pas pour conséquence directe ou indirecte un affaiblissement de l'autonomie du Pôle Radios.

2.2. Conditions Préalables à la Transformation

La réalisation de la Transformation ne pourra intervenir que sous réserve de la confirmation, à la date de cette dernière, des conditions préalables suivantes (les « Conditions Préalables ») :

- La réalisation des opérations devant intervenir jusqu'à la Transformation de la Société ;
- L'agrément de l'ARCOM sur le changement de contrôle du Pôle Radios et son autorisation sur le transfert à Europe 1 Télécompagnie des autorisations d'émettre attribuées à LABC ;
- La remise du rapport du Commissaire aux Comptes sur la Transformation ;
- La confirmation par Lagardère que les sociétés du Pôle Radios, en ce compris LABC, disposent à la date de la Transformation d'une trésorerie nette disponible combinée d'au moins 140 m€ ;
- L'absence à la date de la Transformation de dette existante vis-à-vis du Groupe⁴ ;
- L'absence d'ici à la date de la Transformation d'événement significatif défavorable affectant le Pôle Radios ;
- L'émission par le Commandité du BSA au profit du Commanditaire Lagardère Active ;
- La signature et la remise par Arnaud Lagardère et le Commandité de leurs courriers d'acceptation de leurs fonctions.

⁴ A l'exception des dettes d'exploitation courantes concernant des opérations intra-groupe en cours.

3. PRESENTATION DU POLE RADIOS ET DE LA SOCIETE

3.1. Structure du capital de Lagardère SA

La répartition du capital et des droits de vote de Lagardère est la suivante :

Actionnariat du Groupe	Nombre d'actions (m)	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote théoriques
Vivendi	80,9	57,4%	38,4	22,8%
Doits de vote "suspendus" de Vivendi ⁽¹⁾	-	-	42,6	25,3%
Qatar Holding LLC	16,3	11,5%	32,5	19,3%
Arnaud Lagardère ⁽²⁾	15,6	11,1%	21,2	12,6%
Financière Agache	11,3	8,0%	11,3	6,7%
Autres actionnaires ⁽³⁾	17,1	12,1%	22,5	13,3%
Total	141,1	100,0%	168,4	100,0%

Source : Rapport semestriel 30 juin 2022

Note (1) : Conformément aux règles applicables au contrôle des concentrations, Vivendi SE n'exercera pas les droits de votes attachés aux 25 305 448 actions acquises en 2021 auprès d'Amber Capital, ni les droits de vote attachés aux 17 250 529 actions acquises dans le cadre de l'Offre. Vivendi disposera ainsi de 22,78 % des droits de vote théoriques de la Société jusqu'à l'autorisation de la prise de contrôle par les autorités de concurrence.

Note (2) : Arnaud Lagardère, Lagardère SAS, Lagardère Capital et Arjil Commanditée - ARCO

Note (3) : Dont salariés & FCPE du Groupe, autocontrôle et actionnariat flottant

3.2. Présentation du Pôle Radios

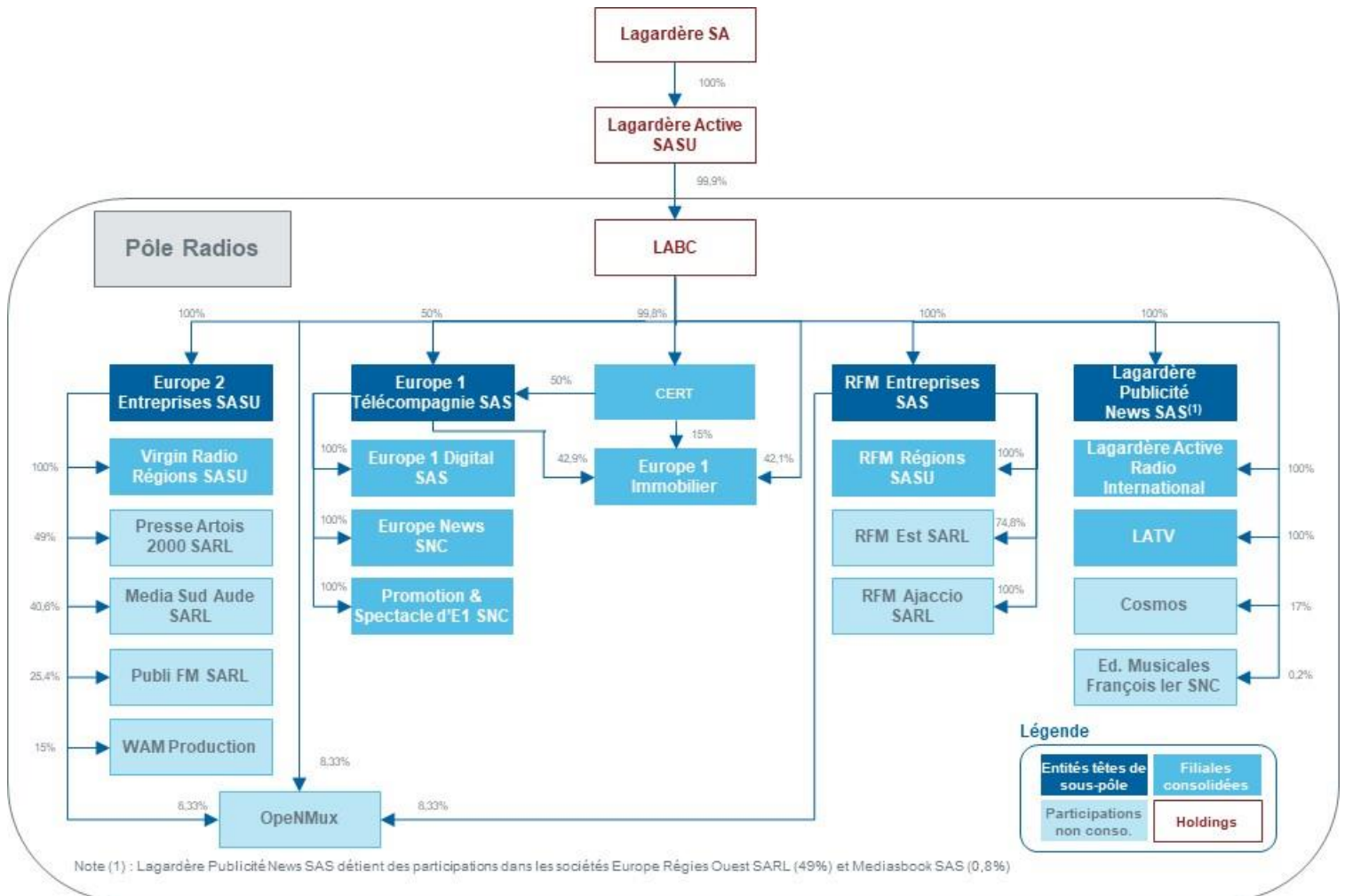
Le Pôle Radios est principalement constitué :

- des radios Europe 1, radio généraliste nationale, et Virgin Radio et RFM, radios musicales avec une station nationale et un maillage d'antennes locales ;
- d'une activité de régie media menée pour le compte des activités Radio, Presse et Digital du Groupe.

3.3. Structure du capital de la Société

3.3.1. Structure avant l'Opération

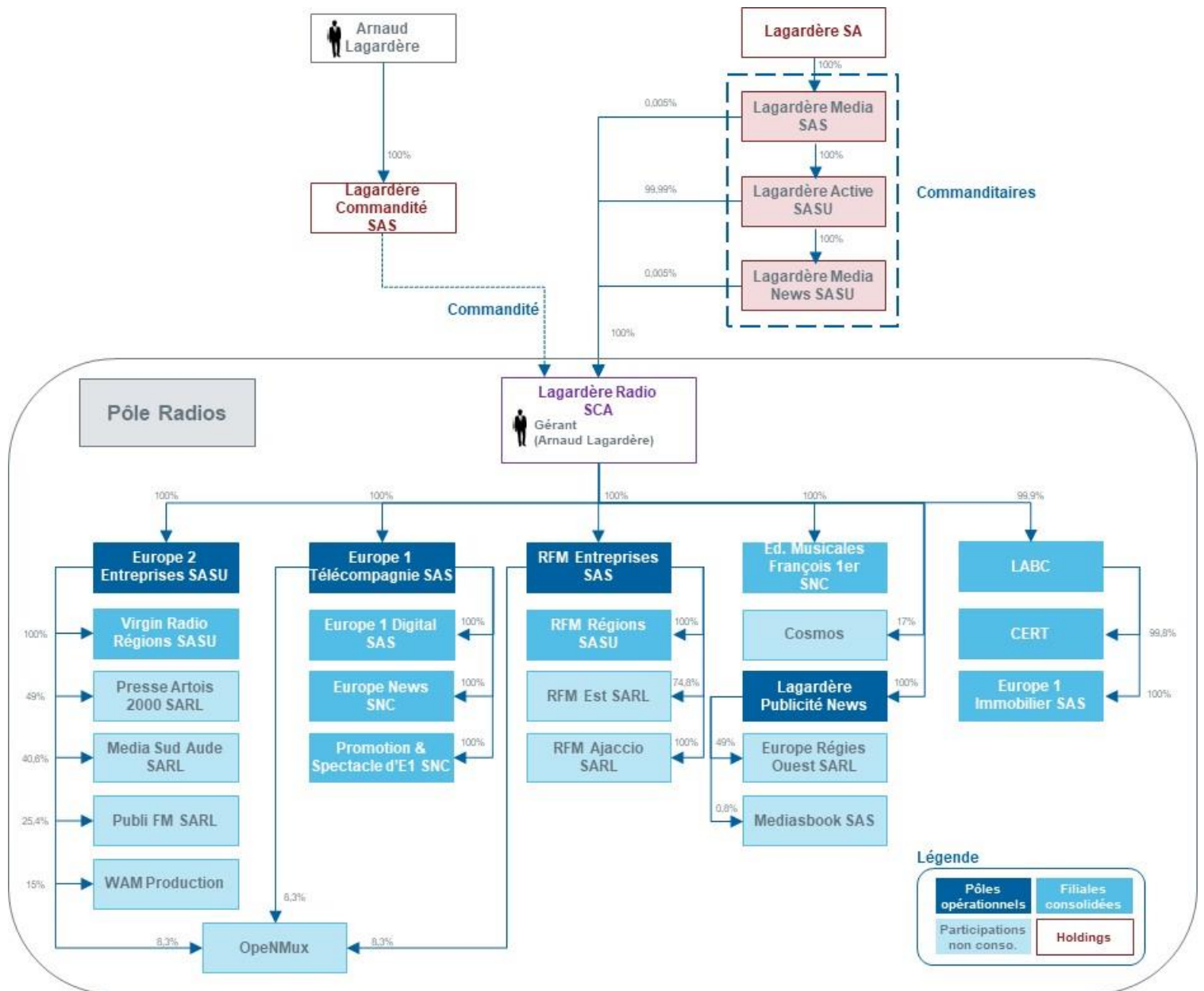
Nous présentons ci-dessous l'organigramme du Pôle Radios au 30 juin 2022, préalablement à l'Apport :



Le capital et les droits de vote de la Société (LATV) sont entièrement détenus par LABC préalablement à l'Apport. Le capital de LABC est détenu à 99,92% par Lagardère Active, dont le capital est quant à lui entièrement détenu indirectement par Lagardère SA.

3.3.2. Structure après l'Opération

Nous présentons ci-dessous l'organigramme prévisionnel du Pôle Radios au 30 juin 2023 :



Après l'Apport, le capital de Lagardère Radios SCA sera entièrement détenu par les Commanditaires. Le capital des Commanditaires sera quant à lui entièrement détenu par Lagardère SA, directement et indirectement.

3.4. Activités opérationnelles du Pôle Radios

Les activités opérationnelles du Pôle Radios sont menées par les quatre entités suivantes :

- Europe 1 Télécompagnie SAS, société holding française regroupant les activités radios d'Europe 1 et portant les coûts des programmes et des journalistes, Europe News, agence de presse, Promotions & Spectacles et Europe 1 Digital (le périmètre « Europe 1 ») ;
- Europe 2 Entreprises SASU, société holding française rassemblant les activités radios d'Europe 2, notamment Virgin Radio (le périmètre « Europe 2 ») ;
- RFM Entreprises SAS, société holding française réunissant les activités radios de RFM (le périmètre « RFM ») ; et
- Lagardère Publicité News SAS, société holding française menant les activités de régie pour le compte des différents pôles du Groupe (le périmètre « Régie »). Elle supporte les coûts de commercialisation des espaces publicitaires et rétrocède aux différents médias les revenus publicitaires générés en leur nom.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Au 1^{er} janvier 2023, la politique de refacturation du Pôle Radios sera modifiée à deux titres :

- [REDACTED]
- La refacturation par la Régie de la totalité de ses coûts associés au pôle Presse⁶ dans un schéma *cost plus* plutôt qu'un schéma de commission.

3.5. Contribution des différentes activités du Pôle Radios

En 2021, le chiffre d'affaires consolidé du Pôle Radios ressort à 95,9 m€, les trois radios contribuant de manière homogène à la génération de ce dernier.

Sur la période FY19A-FY21A, le chiffre d'affaires a baissé de (6,6)%. Le secteur est impacté par la digitalisation croissante des contenus dont le streaming, érodant l'audience des radios et donc leurs revenus publicitaires.

⁵ [REDACTED]

⁶ L'activité Presse du Groupe regroupe les titres Paris Match et Le Journal du Dimanche.

Sur la période, le Pôle Radios a généré des pertes, avec des profils de rentabilité distincts au sein du pôle :

- Europe 1 a été le principal contributeur aux pertes du Pôle Radio ;
- Europe 2 a généré également des pertes, notamment en raison de coûts de restructuration dûs au déploiement d'une nouvelle stratégie à partir de 2021 ;
- RFM a été bénéficiaire sur la période ;
- La Régie a été en pertes sur la période, avec un mode de rémunération par commission s'arrêtant en 2023.

3.6. Perspectives et business plans

Trois jeux de prévisions nous ont été communiqués : Cas Initial, Cas Apports retenu pour les besoins des travaux de valorisation menés dans le cadre des apports et un Cas Bas simulant une version dégradée des deux premiers cas.

Le Cas Initial et le Cas Apports tablent sur une augmentation à moyen terme du volume d'affaires du Pôle Radios, portée par (i) les nettes améliorations des parts d'audience des radios et (iii) le développement de contenus audios exclusifs (*podcast*). Le Cas Bas simule une légère érosion à moyen terme du chiffre d'affaires.

Les Cas Initial et Bas projettent des pertes sur l'horizon du plan, tandis que le Cas Apports intègre un retour à l'équilibre de l'EBIT en dernière année de plan (FY27).

3.7. Trésorerie du Pôle Radios

[REDACTED]

La trésorerie prévisionnelle disponible du Pôle Radios est au 31 décembre 2022 de 140 m€.

[REDACTED]

4. DROITS TRANSFERES

4.1. Dispositions générales

La société en commandite par actions est définie dans l'article L226-1 du code de commerce, qui précise que « *la société en commandite par actions, dont le capital est divisé en actions, est constituée entre (i) un ou plusieurs commandités, qui ont la qualité de commerçant et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales, et (ii) des commanditaires, qui ont la qualité d'actionnaires et ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports.* »

Ainsi, la société en commandite par actions comprend deux typologies d'associés :

- Les commandités répondent des dettes de la commandite de manière indéfinie et solidaire sur l'ensemble de leurs biens, et en contrepartie reçoivent un dividende prioritaire inscrit dans les statuts de la société. Ils jouent un rôle prépondérant dans la gestion de l'entreprise⁷.
- Les commanditaires ne sont responsables des dettes de la commandite que dans la limite de leurs apports. Ils jouent n'interviennent que peu dans la gestion de l'entreprise.

Les commandités ont donc deux natures de droits et une obligation :

- Des droits politiques associés à la gouvernance de la commandite ;
- Des droits financiers spécifiques assimilables à un dividende prioritaire ; et
- Une responsabilité illimitée et solidaire sur les dettes de la commandite.

4.2. Commandité et Gérant

La société Lagardère Commandité SAS, une entité juridique contrôlée par Arnaud Lagardère, sera le commandité de la SCA.

Le Gérant de la SCA sera Arnaud Lagardère.

⁷ La société en commandite par actions peut être dirigée par un ou plusieurs gérants, personnes physiques ou morales. En pratique, le gérant est souvent un commandité.

4.3. Droits du Commandité et Gérant

4.3.1. Droits financiers du Commandité et Gérant

Responsabilité du Commandité sur les dettes de la SCA

Le Commandité est tenu indéfiniment et solidairement responsable des dettes sociales de la commandite (article 1 des Statuts). Le risque associé à cette responsabilité illimitée correspond donc au montant qui serait appelé auprès du Commandité au cas où la Société se retrouverait en situation de cessation des paiements.

Dividende Prioritaire du Commandité

L'article 18 bis des Statuts prévoit qu'en raison de cette responsabilité indéfinie et solidaire, le Commandité, qu'il soit gérant ou non, a le droit à une rémunération spécifique.

L'article 25 des Statuts précise que sur le bénéfice distribuable, « *il sera prélevé une somme égale à 1% du montant le moins élevé entre le bénéfice net social de l'exercice et le bénéfice net consolidé de la Société (qui ne pourra être inférieur à zéro euro).* »

Par ailleurs, le Dividende Prioritaire sera plafonné à 500 000 euros par an.

Le statut de Commandité ne donne pas de droit spécifique dans le partage des bénéfices et d'un éventuel boni de liquidation dans la mesure où « *chaque action donne droit, dans la propriété de l'actif social, dans le partage des bénéfices et dans le boni de liquidation revenant aux actionnaires en application des présents statuts, à une part proportionnelle à la quotité du capital qu'elle représente* » (article 9 des Statuts).

Le Protocole d'Accord prévoit que tout Dividende Prioritaire perçu par le Commandité (jusqu'en 2027 inclus) sera déduit de sa rémunération de dirigeant de Lagardère (article 7-4-6°).

Rémunération du Gérant

La rémunération brute du Gérant est fixée par le Commandité, et sera de 150 000 euros pour l'exercice 2023. Toutefois, elle ne pourra excéder, sans l'accord du Conseil de Surveillance, un montant annuel brut de 300 000 euros (article 7.1.2).

Le Protocole d'Accord prévoit que la rémunération d'Arnaud Lagardère au titre de ses fonctions de Gérant (jusqu'en 2027 inclus) sera intégralement déduite de sa rémunération de dirigeant de Lagardère (article 7-1-2°).

Titres du Commandité

Les actions du Commandité (les « Titres du Commandité ») seront souscrites pour un montant de 150 000 €.

Dans le cadre des Promesses (cf ci-après), le prix de vente des Titres du Commandité sera égal

- au prix de souscription des Titres du Commandité ;
- augmenté du montant des éventuels Dividendes Prioritaires nets reçus par le Commandité ;
- diminué de toute distribution payée à son actionnaire.

Arnaud Lagardère s'interdira de décider toute distribution ou répartition des fonds propres du Commandité aussi longtemps que le Commandité n'aura pas perçu de Dividende Prioritaire et limitera les distributions au bénéfice distribuable.

Autre transformation

Le Protocole d'Accord prévoit que lors de la Transformation, le Commandité obtiendra cette qualité à titre gratuit (article 2-3°) et qu'il ne recevra aucune indemnisation dans le cadre d'une transformation de la SCA en société d'une autre forme juridique décidée conformément aux Statuts (article 7.4.7).

4.3.2. Droits politiques du Commandité

Les principaux droits et obligations du Commandité, en lien avec leur rôle d'organe de gestion de la Société, sont détaillés dans les Statuts.

Gérance de la Société

Le premier gérant de la Société, nommé lors de la transformation de celle-ci en société en commandite par actions, sera Arnaud Lagardère (article 10-1°).

Tout nouveau gérant sera désigné par le Commandité, après avis consultatif du Conseil de Surveillance (article 10-2°). Le Gérant sera seul responsable du contrôle et de la supervision des dirigeants et équipes des sociétés du Pôle Radios et de leur activité. Il sera décisionnaire ultime sur la politique éditoriale du Pôle.

Composition du collège des commandités

La nomination d'un ou plusieurs nouveaux commandités est décidée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires (« AGE »), sur proposition et avec l'accord du Commandité (article 18-2°).

Accès à l'information

En raison de la responsabilité indéfinie et solidaire lui incombant, le Commandité non Gérant a le droit d'obtenir communication de tous livres et documents sociaux et de poser par écrit toutes questions à la gérance sur la gestion sociale, questions auxquelles la gérance devra répondre également par écrit dans les meilleurs délais (article 18 bis).

Décisions de l'AGO

A l'exception de celles relatives à l'élection, à la démission ou à la révocation des membres du Conseil de Surveillance, toute résolution proposée en assemblée générale ordinaire (« AGO ») nécessite l'accord préalable du Commandité (article 20-4°).

Décisions de l'AGE

Une délibération ne peut être adoptée en assemblée générale extraordinaire (« AGE ») qu'avec l'accord préalable du Commandité, y compris pour décider la transformation de la Société en société d'une autre forme (article 21-3°).

Modification du capital social

Toute augmentation ou réduction du capital doit être décidée en AGE, après avoir reçu l'accord du Commandité (article 7).

Dissolution et Liquidation

La Société est dissoute dans les cas prévus par la loi et, notamment, par l'expiration de sa durée, éventuellement prorogée, ou par sa dissolution anticipée décidée par l'AGE, avec l'accord du Commandité (article 27).

En cas de liquidation de la Société, un ou plusieurs liquidateurs sont nommés avec l'accord du Commandité, soit par l'AGE qui décide ou constate la dissolution, laquelle statue aux conditions de

quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires, soit par une AGO réunie extraordinairement (article 28).

[Conseil de Surveillance](#)

Le Commandité ne peut faire partie du Conseil de Surveillance de la Société, dont les membres, au nombre de 3 au minimum, sont choisis exclusivement parmi les actionnaires⁸ n'ayant ni la qualité de commandité ni celle de gérant, auxquels s'ajoutent le ou les membres représentant les salariés (article 12-1°).

Les membres du Conseil de Surveillance sont nommés ou révoqués par l'AGO, les actionnaires ayant la qualité de Commandité ne pouvant participer au vote des résolutions correspondantes (article 12-2°).

4.4. Droits des Commanditaires

4.4.1. Droits financiers des Commanditaires

[Responsabilité des Commanditaires sur les dettes de la SCA](#)

Les Commanditaires ne répondent des dettes sociales qu'à concurrence de leurs apports (article 1 des Statuts).

[Dividende Prioritaire du Commandité](#)

Le Dividende Prioritaire du Commandité est neutre pour le Groupe dans la mesure où le Protocole d'Accord prévoit que tout Dividende Prioritaire perçu par Arnaud Lagardère au titre de ses fonctions de Commandité (jusqu'en 2027 inclus) sera intégralement déduit de sa rémunération de dirigeant de Lagardère (article 7-4-6°).

[Rémunération du Gérant](#)

La rémunération du Gérant est neutre pour le Groupe dans la mesure où le Protocole d'Accord prévoit que la rémunération perçue par Arnaud Lagardère au titre de ses fonctions de Gérant (jusqu'en 2027 inclus) sera intégralement déduite de sa rémunération de dirigeant de Lagardère (article 7-1-2°).

⁸ Par exception, l'assemblée générale des actionnaires peut désigner, en sus des membres susvisés, une ou deux personnes physiques non actionnaires en qualité de membres supplémentaires du conseil de surveillance.

4.4.2. Droits politiques des Commanditaires

Les principaux droits et obligations des Commanditaires, actionnaires de la Société, sont détaillés dans les Statuts.

Composition du Conseil de Surveillance

A condition de détenir au moins une action de la Société (article 12-4°), les Commanditaires peuvent faire partie du Conseil de Surveillance, ses membres étant choisis exclusivement parmi les actionnaires n'ayant ni la qualité de commandité ni celle de gérant (article 12-1°).

Les membres du Conseil de Surveillance sont nommés ou révoqués en AGO par les Commanditaires, les actionnaires ayant la qualité de commandité ne pouvant participer au vote des résolutions correspondantes (article 12-2°).

Majorité en assemblée générale

Les actionnaires peuvent approuver ou refuser une résolution présentée avec l'accord préalable du Commandité :

- A la majorité des voix des actionnaires présents, représentés, ou ayant voté par correspondance à cette assemblée dans le cadre d'une AGO (article 20-5°) ; et
- A la majorité des deux tiers des actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance lors de l'assemblée dans le cadre d'une AGE (article 21-4°).

Contrôle de la gestion

Par l'intermédiaire du Conseil de Surveillance dont ils désignent les membres (article 12-2°), les Commanditaires assurent le contrôle permanent de la gestion de la Société (article 14-1°). A cet effet, le Conseil de Surveillance :

- A droit à la communication par la gérance des mêmes documents que ceux mis à la disposition des commissaires aux comptes et établit un rapport à l'occasion de l'AGO qui statue sur les comptes de la Société ;
- Donne un avis à l'occasion de la nomination ou de la révocation d'un ou plusieurs gérants par le Commandité ;
- Peut, s'il l'estime nécessaire, convoquer les actionnaires en AGO ou en AGE ;
- Etablit un rapport sur toute augmentation ou réduction de capital de la Société proposée aux actionnaires ;
- Doit donner son accord écrit sur les décisions suivantes avant qu'elles ne soient adoptées par le gérant (les Décisions Réservées, article 14-2°) :

- « la cession globale d'une des radios ou toute action (notamment toute cession de filiale ou fonds de commerce ou renonciation à toute fréquence) ayant pour conséquence la cessation des opérations ou du principal des opérations d'une radio ;
 - la souscription de tout financement conduisant à porter l'endettement financier net consolidé de la Société au-delà de ■■■■ ;
 - la cession de tout actif (en ce compris toute filiale ou fonds de commerce) représentant un chiffre d'affaires supérieur à ■■■■ en cumul annuel ;
 - la création de nouvelles activités au-delà des activités conduites par la Société et ses filiales lors de sa constitution et les activités raisonnablement connexes ou associées à ces activités, ou découlant normalement de ces activités, que la Société viendrait à développer et qui impliqueraient un investissement budgété sur un exercice supérieur à ■■■■ ; et
 - la rémunération du ou des gérants au-delà des plafonds maximaux. »
- Doit être consulté par le ou les gérants avant que ceux-ci puissent prendre toutes décisions relatives à la Société ou une filiale (article 14-4°) portant sur :
- « la nomination d'un directeur général de la Société ;
 - tout projet de plan social ; et
 - toute action visant à initier une procédure de règlement des difficultés des entreprises. »

4.5. **BSA**

Au plus tard à la date de réalisation de la Transformation, le Commandité émettra à titre gratuit au profit de Lagardère un bon de souscription de ses actions (le « BSA »).

Le BSA permettra aux Commanditaires d'acquérir plus de 50% du capital et des droits de vote du Commandité⁹, dans les circonstances prévues par les termes et conditions du BSA, soit :

- En cas de décès, incapacité, invalidité, interdiction légale de gérer ou révocation judiciaire d'Arnaud Lagardère à la demande des Commanditaires ;
- En cas de démission d'Arnaud Lagardère à sa propre initiative de son mandat de Directeur Général de Lagardère ;
- A tout moment après l'assemblée générale annuelle de Lagardère qui se tiendra en 2027, et en tout état de cause au plus tard le 30 juin 2027.

Le BSA pourra être exercé, sous réserve de survenance de l'une des circonstances prévues ci-dessus, jusqu'au 31 décembre 2033.

Le prix d'exercice s'élève à 1 € par action Commandité.

⁹ A ce titre, Arnaud Lagardère s'interdira de décider, sans l'accord du porteur du BSA, l'émission de titres ou plus généralement d'augmenter le capital du Commandité à son bénéfice ou au profit d'un tiers dans des conditions qui auraient pour conséquence que l'exercice du BSA ne permettrait pas de détenir au moins plus de 50% du capital et des droits de vote du Commandité selon les termes et conditions du BSA.

4.6. Transferts des Titres du Commandité

4.6.1. Période d'Inaliénabilité

Les Titres du Commandité seront assorties d'une période d'inaliénabilité (ci-après la « Période d'Inaliénabilité »), limitée par la plus tardive des deux dates suivantes :

- Jusqu'au 31 décembre 2027; ou
- La date tombant huit mois après l'exercice des promesses exerçables par Lagardère et Arnaud Lagardère (les « Promesses »), selon lesquelles Arnaud Lagardère s'engage irrévocablement à céder l'intégralité des Titres du Commandité qu'il détient si Lagardère souhaite les acquérir (la « Promesse de Vente ») et Lagardère s'engage irrévocablement à acquérir l'intégralité des Titres du Commandité détenus par Arnaud Lagardère si ce dernier souhaite les lui céder (la « Promesse d'Achat »).

A l'issue de la Période d'Inaliénabilité et jusqu'au 31 décembre 2032, AL ne pourra Transférer des Titres que si la Promesse de Vente ou d'Achat ont été préalablement exercées et que les Titres du Commandité concernés par cette Promesse n'ont pas été transférés au bénéficiaire de la Promesse dans un délai de huit (8) mois à compter de son exercice.

Si ni la Promesse de Vente ni la Promesse d'Achat n'ont été exercées d'ici au 31 décembre 2032, les Titres du Commandité pourront être librement cédés à compter du 1er janvier 2033.

4.6.2. Promesse de Vente

Arnaud Lagardère s'engage irrévocablement à céder à Lagardère l'intégralité des Titres du Commandité qu'il détient, si Lagardère souhaite les acquérir.

[Cas d'exercice de la Promesse de Vente](#)

La Promesse de Vente pourra être exercée par Lagardère dans les cas suivants à tout moment :

- En cas de décès, incapacité, invalidité, interdiction légale de gérer ou révocation judiciaire d'Arnaud Lagardère à la demande des Commanditaires ;
- En cas de démission d'Arnaud Lagardère à sa propre initiative de son mandat de Directeur Général de Lagardère ;
- A tout moment après l'assemblée générale annuelle de Lagardère en 2027 (qui se tiendra en tout état de cause au plus tard le 30 juin 2027).

Prix d'exercice de la Promesse de Vente

Le prix d'exercice de la Promesse sera égal :

- au prix de souscription des Titres du Commandité ;
- augmenté du montant des éventuels Dividendes Prioritaires nets reçus par le Commandité ;
- diminué de toute distribution payée à son actionnaire.

4.6.3. Promesse d'Achat

Lagardère s'engage irrévocablement à acquérir l'intégralité des Titres du Commandité détenus par Arnaud Lagardère, si ce dernier souhaite les lui céder.

Cas d'exercice de la Promesse d'Achat

La Promesse d'Achat pourra être exercée par Arnaud Lagardère, à compter de la première des dates suivantes :

- Après l'assemblée générale annuelle de Lagardère en 2027 (qui se tiendra en tout état de cause au plus tard le 30 juin 2027) ;
- La date à laquelle Monsieur Arnaud Lagardère est révoqué de son mandat de Directeur Général de Lagardère ; ou
- La décision de refus par le conseil de surveillance de la Société d'autoriser l'une des Décisions Réservées.

Prix d'exercice de la Promesse d'Achat

Le prix d'exercice de la Promesse sera égal :

- au prix de souscription des Titres du Commandité ;
- augmenté du montant des éventuels Dividendes Prioritaires nets reçus par le Commandité ;
- diminué de toute distribution payée à son actionnaire.

4.6.4. Droit de Préemption

A l'issue de la Période d'Inaliénabilité, Lagardère bénéficiera d'un droit de préemption (le « Droit de Préemption ») en cas de réception d'une offre ferme et définitive sur les Titres du Commandité à l'issue de la Période d'Inaliénabilité.

5. CONDITIONS ECONOMIQUES DU TRANSFERT DES DROITS

5.1. Droits financiers transférés au Commandité et Gérant

Les Droits financiers transférés au Commandité et Gérant comprennent :

- la responsabilité illimitée sur les dettes de la SCA ;
- le Dividende Prioritaire du Commandité ;
- la rémunération du Gérant ;
- les droits associés à la souscription et à la cession des Titres du Commandité.

[Responsabilité sur les dettes de la SCA](#)

Le transfert au Commandité de la responsabilité illimitée sur les dettes de la SCA est sans contrepartie.

La valeur de ce transfert repose sur les éléments suivants :

- le montant éventuellement appelé par la SCA auprès du Commandité en cas de cessation de paiement ;
- la probabilité associée ;
- l'actualisation à la Date de la Transformation du montant éventuellement appelé probabilisé.

Compte tenu du niveau de trésorerie du pôle Radios au 31 décembre 2022, la valeur économique de cette responsabilité transférée est considérée négligeable pour le Commandité :

- Le transfert est limité dans le temps car le Commandité pourra à partir du 30 juin 2027 faire exercer par le Groupe la Promesse d'Achat.
- Nous avons reçu 3 jeux de prévisions (Cas Initial, Cas Apports retenu pour les besoins des apports et un Cas Bas simulant une version dégradée des 2 premiers cas). Aucun de ces 3 cas ne fait apparaître une consommation de trésorerie supérieure à la position initiale de trésorerie à la Date de la Transformation. Le taux de couverture des besoins en financement par la trésorerie initiale ressort dans une fourchette comprise entre 122 % et 177 %.
- Un cas de cessation de paiement nécessiterait une dégradation du CA prévisionnel du Cas Bas au-delà de (8,0)% sur l'ensemble de la période, et dans le même temps une croissance régulière des coûts. Le management du Groupe considère que la conjonction des 2 facteurs sur l'ensemble de la période a une probabilité négligeable.

- [REDACTED]

[Dividende Prioritaire du Commandité](#)

Le transfert au Commandité d'un droit à Dividende Prioritaire est sans contrepartie.

La valeur de ce transfert repose sur les éléments suivants :

- le montant éventuel du Dividende Prioritaire ;
- la probabilité associée ;
- l'actualisation à la Date de la Transformation de l'éventuel Dividende Prioritaire probabilisé.

La valeur économique de ce transfert est considérée négligeable pour le Commandité :

- Le transfert est limité dans le temps car le Groupe pourra à partir du 30 juin 2027 faire exercer par le Commandité la Promesse de Vente en cas de résultats positifs.
- Aucun des 3 jeux de prévisions n'indique sur la période un niveau significatif de Dividende Prioritaire.
- Le Dividende Prioritaire sera plafonné annuellement à 500 000 €.
- Tout Dividende Prioritaire perçu par le Commandité aura pour corollaire une réduction du même montant de la rémunération d'Arnaud Lagardère au titre de son mandat de Président Directeur Général du Groupe.

Rémunération du Gérant

Le droit à rémunération du Gérant a pour contrepartie le temps consacré par le Gérant aux fonctions associées. Nous notons par ailleurs que la rémunération perçue par le Gérant aura pour corollaire une réduction du même montant de celle d'Arnaud Lagardère au titre de son mandat de Président Directeur Général du Groupe. A ce titre, la valeur de ce transfert est nulle pour le Commandité.

Titres du Commandité

Les Titres du Commandité seront souscrits pour un montant de 150 000 €.

Dans le cadre des Promesses (cf ci-après), le prix de cession des Titres du Commandité sera égal :

- au prix de souscription des Titres du Commandité ;
- augmenté du montant des éventuels Dividendes Prioritaires nets reçus par le Commandité ;
- diminué de toute distribution payée à son actionnaire.

Si les Promesses n'étaient pas exercées, les Titres du Commandité pourraient être cédés à un tiers au-delà de la Période d'Inaliénabilité. Nous notons que :

- Le schéma de gouvernance encadrée du pôle Radios suite à la Transformation accroît sensiblement son illiquidité auprès de tiers.
- Ce scénario implique des résultats positifs du Pôle Radios, situation qui amènera le Groupe à prendre la décision d'aparavant faire exercer la Promesse de Vente par le Commandité.

Autres éléments financiers

Lors de la Transformation, le Commandité obtiendra cette qualité à titre gratuit, et il ne recevra aucune indemnisation dans le cadre d'une transformation de la SCA en société d'une autre forme juridique (cf § 2.3 et 7.4.7 du Protocole d'Accord).

5.2. Droits politiques transférés au Commandité et Gérant

Nommé par le Commandité, le Gérant sera seul responsable du contrôle et de la supervision des dirigeants et équipes des sociétés du Pôle Radios et de leur activité. Il sera décisionnaire sur la politique éditoriale du Pôle. Il dispose par ailleurs d'une capacité de blocage à plusieurs titres (son accord sur les résolutions en AGO et AGE est nécessaire, ainsi que toute modification du capital social par exemple).

A l'inverse, le Conseil de Surveillance bénéficie d'une capacité de blocage de décisions du Commandité Gérant sur plusieurs points (les « Décisions réservées ») :

- La cession globale d'une des radios, de tout actif représentant un chiffre d'affaires annuel de la Société supérieur à ■■■■■, ou toute action entraînant la cessation des opérations d'une radio ;
- La souscription de tout financement conduisant à porter l'endettement financier net consolidé de la Société au-delà de ■■■■■.
- La création de nouvelles activités, et qui impliqueraient un investissement budgété sur un exercice supérieur à ■■■■■.
- La rémunération du Gérant au-delà du plafond autorisé.

Le transfert au Commandité de ces droits politiques est sans contrepartie financière.

La valeur économique de ce transfert est considérée négligeable pour le Commandité :

- Le Commandité exerce actuellement le contrôle du Pôle Radios, et la Transformation vise à garantir la continuité de l'exercice de ce contrôle. Pour le Commandité, la Transformation n'entraîne donc pas de nouveaux cash-flows additionnels qui seraient générés par le transfert des droits politiques.
- Le contrôle transféré au Commandité est (i) encadré sur certaines décisions et (ii) limité dans le temps car le Groupe dispose de BSA lui permettant de prendre le contrôle du Commandité à partir du 30 juin 2027.

5.3. Conclusion pour le Commandité et Gérant

En synthèse, pour le Commandité Gérant, l'impact de la Transformation en terme de valeur est négligeable car nous n'observons pas d'écart significatif entre (i) la contrepartie financière du transfert des droits et (ii) la valeur associée.

5.4. Droits financiers transférés par les Commanditaires

Les Droits financiers transférés par les Commanditaires comprennent :

- la responsabilité illimitée sur les dettes de la SCA ;
- le Dividende Prioritaire du Commandité ;
- la rémunération du Gérant.

[Responsabilité sur les dettes de la SCA](#)

Le transfert au Commandité de la responsabilité illimitée sur les dettes de la SCA est sans contrepartie. Compte tenu du niveau de trésorerie du pôle Radios estimé à la Date de la Transformation (140 m€) et de la période limitée de temps sur laquelle le transfert de responsabilité a lieu (cf § 5.2), sa valeur économique est considérée négligeable pour les Commanditaires.

[Dividende Prioritaire du Commandité](#)

Le transfert au Commandité d'un droit à Dividende Prioritaire est sans contrepartie.

La valeur économique de ce transfert est considérée nulle pour le Groupe car (i) les montants prévisionnels ne sont pas significatifs et (ii) tout Dividende Prioritaire perçu par le Commandité aura pour corollaire une réduction du même montant de la rémunération d'Arnaud Lagardère au titre de son mandat de Président Directeur Général du Groupe.

[Rémunération du Gérant](#)

Le droit à rémunération du Gérant a pour contrepartie le temps consacré par le Gérant aux fonctions associées. Nous notons par ailleurs que la rémunération perçue par le Gérant aura pour corollaire une réduction du même montant de celle d'Arnaud Lagardère au titre de son mandat de Président Directeur Général du Groupe. A ce titre, la valeur de ce transfert est nulle pour le Groupe.

5.5. Droits politiques transférés par les Commanditaires

Les Commanditaires transfèrent au Commandité Gérant le contrôle et la supervision des dirigeants et équipes des sociétés du Pôle Radios et de leur activité et le pouvoir décisionnaire sur la politique éditoriale. Les Commanditaires accordent au Commandité Gérant une capacité de blocage à plusieurs titres (résolutions en AGO/AGE et modification du capital social) et conservent une capacité de blocage sur les « Décisions réservées ».

Le transfert par les Commanditaires des droits politiques est sans contrepartie financière.

La Transformation entraîne le transfert temporaire du contrôle par les Commanditaires, mais évite la réalisation de risques réglementaires, notamment liés à l'autorisation de la prise de contrôle du Groupe par le groupe Vivendi.

Impact en terme de valeur du transfert temporaire du contrôle

L'impact en terme de valeur du transfert du contrôle repose sur les éléments suivants :

- la Valeur d'Entreprise (« VE ») du Pôle Radios ;
- la décote de la VE associée au transfert du contrôle ;
- la probabilité associée.

La Valeur d'Entreprise du Pôle Radios au 31 décembre 2022 repose sur :

- La méthodologie qui a été appliquée dans le cadre de nos travaux menés pour l'Offre : DCF avec application en valeur terminale du multiple de transaction observé lors de l'acquisition par le Groupe M6 des activités radio de RTL en France auprès de RTL Group.
- Les prévisions retenues pour l'Apport, qui ont été revues nettement à la baisse par rapport à celles disponibles lors de nos travaux dans le cadre de l'Offre. Elles ont été extrapolées sur une durée de 5 ans afin d'atteindre un niveau de rentabilité comparable à celui observé sur la transaction comparable retenue. L'ajustement de BFR au titre de l'écart entre BFR réel et BFR normatif et les économies d'impôts ont été considérés en dette financière nette ajustée.
- Les paramètres d'évaluation ont été actualisés (WACC à 8,0% et taux de croissance à l'infini de 1,6%).

Nous observons que la VE ressort à [REDACTED], un niveau cohérent avec celui retenu par le Groupe dans le cadre de l'Apport [REDACTED].

La décote liée au transfert du contrôle peut théoriquement aller de 10% à 100%, mais la fourchette peut être resserrée entre 10% et 30% :

- Le niveau théorique de 10% correspond au pricing du droit de vote présenté dans le rapport de l'expert indépendant qui est intervenu pour analyser la valeur des droits des commandités de Lagardère SCA. Ce niveau arrondi repose sur une fourchette de benchmarks observés lors d'offres publiques pour des certificats d'investissement et des certificats de droits de vote (11% à 13%).
- Le niveau théorique de 100% correspond au niveau applicable si l'on considère que la valeur d'un media sans son contrôle est nulle. Cette vue n'est pas partagée par le management du Groupe.
- Le niveau de la décote doit tenir compte de la limitation dans le temps du transfert induite par le BSA, dont la date d'exercice induit une durée du transfert de 4,5 ans.
- Il n'est pas possible de définir quantitativement le niveau exact de la décote mais elle peut se situer dans une fourchette comprise entre 10% et 30% en raison de cette durée courte (par

exemple, les 5 premières années d'un flux capitalisé à l'infini avec les paramètres d'évaluation retenus pour la VE représentent 27% de la valeur).

Dans le schéma envisagé, le contrôle est transféré par les Commanditaires au Commandité Gérant, qui est le Président Directeur Général du Groupe. Le contrôle est donc exercé par le Commandité Gérant dans son intérêt et celui du Groupe. Un impact en terme de valeur pour les Commanditaires du transfert du contrôle n'est donc avéré que si le Commandité n'est plus Président Directeur Général du Groupe et que ses actions sont menés dans un intérêt qui n'est pas celui du Groupe. Il est difficile de définir quantitativement cette probabilité, mais ce n'est en revanche pas le cas central, donc la probabilité ne peut dépasser 50%.

En synthèse, l'impact valeur du transfert du contrôle dans le cadre de la Transformation correspond à :

Valeur d'Entreprise x Décote 10% à 30% x Probabilité mineure

Impact en terme de valeur des risques évités grâce à la Transformation

La Transformation évite la réalisation de risques réglementaires associés à l'autorisation de la prise de contrôle du Groupe par le groupe Vivendi. L'absence de Transformation peut mener à un spectre de scénarios de risques réglementaires, allant de la mise en œuvre d'une étude d'impact sur le pluralisme des medias suivie d'une autorisation avec un timing retardé à une cession de radio(s).

L'impact en terme de valeur des risques évités repose sur les éléments suivants :

- la Valeur d'Entreprise (« VE ») du Pôle Radios ;
- la décote de la VE associée aux risques à éviter ;
- la probabilité associée.

La VE estimée pour le Pôle Radios a été présentée dans le § précédent.

La décote au titre des risques à éviter peut théoriquement aller de 5% à 35% :

- Le niveau théorique de 5% correspond au coût d'une procédure d'autorisation allongée et du délai induit dans la prise de contrôle du Groupe par Vivendi.
- Le niveau théorique de 35% correspond par exemple à un scénario de discussions conduisant à une procédure de cession dans un contexte défavorable (timing contraint et publicité sur la nécessité de céder le Pôle Radios). 35% est la borne haute d'une fourchette de décote d'illiquidité positionnée autour d'un niveau de 25% relevé en moyenne sur plusieurs références disponibles.
- Une cession du Pôle Radios serait susceptible de générer des disynergies. Elles n'ont pas été chiffrées, mais nous notons que cette perte de valeur évitée s'ajoute au montant après décote décrit précédemment.

Il n'est pas possible de définir quantitativement la probabilité associée à la concrétisation des risques réglementaires à éviter, mais ce n'est en revanche pas le cas central, donc la probabilité ne peut dépasser 50%.

En synthèse, l'impact valeur des risques évités grâce à la Transformation correspond à :

Valeur d'Entreprise x Décote 5% à 35% x Probabilité mineure

5.6. Conclusion pour les Commanditaires

En synthèse, pour les Commanditaires, l'impact de la Transformation en terme de valeur est négligeable car nous n'observons pas d'écart significatif entre (i) la contrepartie financière du transfert des droits et (ii) la valeur associée nette des risques évités.

6. REFERENCES DE PRICING

[Transformations en SCA](#)

Depuis 2005, nous avons relevé 5 opérations de transformation de sociétés cotées en SCA : Touax (2005), OFI Private Equity Capital (2007), Paris-Orléans (2012), Financière Marjos (2020) et Selectirente (2021).

Les Notes d'information publiées à l'occasion des offres publiques associées ne mentionnent pas un paiement obtenu du Commandité par le Commanditaire en échange du transfert de droits à l'occasion de la transformation en SCA.

Par ailleurs, les travaux d'expertise indépendante menés à ces occasions ne tiennent pas compte d'une décote subie suite à la transformation de l'entité cotée en SCA. Par exemple, les multiples boursiers calculés sur des groupes comparables cotés qui ne sont pas des SCA ne font pas l'objet d'un ajustement au moment d'être appliqués pour valoriser la nouvelle SCA.

[Transformations de SA en SCA](#)

Le transfert par les Commandités des droits politiques lors de la transformation de Lagardère SCA en SA a fait l'objet d'une contrepartie financière. Nous notons que le montant estimé par l'expert indépendant repose sur un benchmark de primes observées sur des acquisitions et intègrent donc la valeur attendue des synergies. Nous relevons que le transfert des droits politiques dans le cadre de la Transformation n'a pas pour conséquence la génération de synergies éventuelles, et au-delà, n'a pas pour effet de générer pour le bénéficiaire des cash-flows additionnels. Nous observons que la situation post Transformation n'est par ailleurs pas comparable à celle existant avant la transformation de Lagardère SCA (limitation dans le temps du transfert du contrôle et rôle du Commandité au niveau des Commanditaires).

Enfin, nous notons que le rapport de l'expert indépendant montre la faible prise en compte par les analystes financiers d'une décote liée à la forme juridique de SCA : sur 10 analystes suivant le Groupe avant la transformation, 7 n'appliquaient pas une décote de cette nature et 3 appliquaient une décote mixte holding (coûts de structure, illiquidité des actifs sous-jacents, fiscalité latente etc) / SCA.

[Conclusion](#)

Nous notons l'absence de références de pricing de transferts de droits sur des opérations comparables de transformation.

7. CONCLUSION

Nous avons été désignés par le Conseil d'Administration du Groupe pour mener une analyse permettant d'apprécier les conditions économiques du transfert de Droits réalisé dans le cadre de la Transformation, au regard (i) des intérêts du Groupe et (ii) de l'équité actionnariale de l'opération.

A l'issue de nos travaux, nous observons l'absence d'écart entre la contrepartie financière du transfert des Droits et la valeur de ce transfert, tant pour le Commandité que pour les Commanditaires.

Par ailleurs, nous relevons l'absence de références de pricing sur des opérations comparables de transformation.

Au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que les conditions économiques du transfert de Droits réalisé dans le cadre de la Transformation sont équitables pour le Groupe et qu'elles respectent le principe d'équité entre les actionnaires du Groupe.

9 mars 2023



Geoffroy Bizard
Associé
Eight Advisory